

FIXE, FLUKTUIERENDE ODER VARIABLE WECHSELKURSE

*Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Würde eines Doktors
der Staatswissenschaften
der Philosophisch-Historischen Fakultät
der Universität Basel*

vorgelegt von
JEAN JENTGEN
von Luxemburg

Buchdruckerei Gassmann AG Solothurn 1954

FIXE, FLUKTUIERENDE ODER VARIABLE WECHSELKURSE

*Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Würde eines Doktors
der Staatswissenschaften
der Philosophisch-Historischen Fakultät
der Universität Basel*

vorgelegt von
JEAN JENTGEN
von Luxemburg



Genehmigt von der Philosophisch-Historischen Fakultät auf Antrag der Herren
Prof. Dr. Valentin F. Wagner und Prof. Dr. Edgar Salin.

Basel, den 3. Mai 1952

Prof. Dr. EDGAR SALIN, Dekan

INHALTSVERZEICHNIS

	Seit
<i>Einleitung</i>	5
I. Teil	
I. Abschnitt: <i>Die Abkehr von der Goldwährung</i>	13
1. Kapitel: Der Ausgleich der Zahlungsbilanz bei Goldwährung	13
2. Kapitel: Die Funktionsbedingungen der Goldwährung	16
a) Verzicht auf eine autonome Konjunkturpolitik	17
b) Verzicht auf protektionistische Maßnahmen	19
c) Flexibilität der Preise	20
d) Vertrauen	20
e) Schlußbemerkung	20
3. Kapitel: Kritik der Goldwährung	21
II. Abschnitt: <i>Die Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen</i>	24
1. Kapitel: Die Vorschläge von Keynes zur Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen	25
2. Kapitel: Die ablehnende Haltung der neoliberalen Autoren gegenüber autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen	31
III. Abschnitt: <i>Die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch Wechselkursänderungen</i>	40
1. Kapitel: Die verschiedenen Möglichkeiten der Wechselkursgestaltung	40
a) Die Politik fluktuierender Wechselkurse	40
1. Bestimmung der Wechselkurse durch einen vollkommen freien Devisenmarkt	41
2. Manipulation der Wechselkurse durch Eingriffe der monetären Zentralstelle auf dem Devisenmarkt	41
b) Die Politik variabler Wechselkurse	42
1. Durch Eingriffe der monetären Zentralstelle auf dem Devisenmarkt vermittels eines Währungsausgleichsfonds	42
2. Durch die Bindung der Währungseinheit an das Gold	44
2. Kapitel: Die Wirkungen einer Wechselkursänderung auf die Handelsbilanz	45
3. Kapitel: Die Elastizität des Angebots und der Nachfrage auf dem Devisenmarkt	47
4. Kapitel: Die Änderung der Wechselkurse und die übrigen Posten der Zahlungsbilanz	51
5. Kapitel: Die Wirkungen der Spekulation	53
a) Bei einer Politik fluktuierender Wechselkurse	54
b) Bei einer Politik variabler Wechselkurse	55
6. Kapitel: Die Wirkungen einer Wechselkursänderung auf die internen Preise und Einkommen	56
7. Kapitel: Kritische Betrachtung einer Politik fluktuierender und einer Politik variabler Wechselkurse	59
	3

IV. Abschnitt: <i>Die Erhaltung des internen und des externen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung</i>	Seite 63
1. Kapitel: Der Einfluß der Keynesschen Lehren	64
2. Kapitel: Die Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung	66
a) Durch Verbesserung der Handelsbilanz	66
b) Durch interne finanz- und währungspolitische Maßnahmen	68
3. Kapitel: Die Störung des externen Gleichgewichts	70
4. Kapitel: Die Erhaltung des externen Gleichgewichts	71
a) Durch Einsatz internationaler liquider Reserven und internationale Kreditgewährung	72
b) Durch Änderung der Wechselkurse und direkte Maßnahmen	74
c) Änderung der Wechselkurse oder direkte Maßnahmen?	75
5. Kapitel: Die ideale Lösung auf internationaler Ebene	79
6. Kapitel: Die Argumente der Autoren der Keynes-Schule für und wider eine Politik variabler Wechselkurse	83
7. Kapitel: Zusammenfassung	89
V. Abschnitt: <i>Die Diskussion nach dem Zweiten Weltkrieg über die Frage: Fixe, fluktuierende oder variable Wechselkurse. - Die Beseitigung eines strukturellen Ungleichgewichts</i>	92
1. Kapitel: Was ist ein strukturelles Ungleichgewicht?	93
2. Kapitel: Die Beseitigung eines strukturellen Ungleichgewichtes	95
II. Teil	
VI. Abschnitt: <i>Die Gestaltung der Wechselkurse in der Zwischenkriegszeit</i>	98
1. Kapitel: Fluktuierende Wechselkurse in der Zeit nach Beendigung des Ersten Weltkrieges bis zur Wiedereinführung der Goldwährung	98
2. Kapitel: Die Entwicklung und die Bedeutung der Währungsausgleichsfonds	100
a) Die Entstehung der Währungsausgleichsfonds	100
b) Das Wirken des englischen Währungsausgleichsfonds	102
3. Kapitel: Das Tripartite Currency Agreement	104
VII. Abschnitt: <i>Die angelsächsischen monetären Nachkriegspläne und die Konvention von Bretton-Woods</i>	107
1. Kapitel: Die neue internationale Währungsordnung	108
a) Vergleich mit der Goldwährung	108
b) Erweiterung der internationalen Liquidität und Liquiderhaltung des Systems.	111
c) Förderung des langfristigen internationalen monetären Gleichgewichts	114
2. Kapitel: Gestaltung der Wechselkurse im Rahmen der neuen internationalen Währungsordnung	114
a) Festlegung und Änderung der Wechselkurse	114
b) Was ist ein fundamentales Ungleichgewicht?	116
Schlußbemerkung	118
Literaturverzeichnis	120

EINLEITUNG

Wechselkurse und Währungsordnung

Ein enger Zusammenhang besteht zwischen Währungsordnung und Wechselkursen¹. So kam der Frage ihrer Gestaltung zur Zeit der Goldwährung, welche die Stabilität der Wechselkurse in den Vordergrund stellte, nur ein bescheidener Platz in den währungspolitischen Diskussionen zu. Die Goldwährung war eine internationale Währungsordnung, und die Beseitigung einer Störung des Zahlungsbilanzgleichgewichts geschah in der Hauptsache durch Änderungen der internen Preise und Einkommen, während die Wechselkurse nur innerhalb enger Grenzen schwankten. Ihre weiteste Verbreitung hatte sie in den Jahren 1870 bis 1914 gefunden. Autonome nationale Währungssysteme mit variablen Wechselkursen waren damals die Ausnahme.² Man muß schon sehr weit, bis zur großen währungspolitischen Kontroverse der Jahre 1797–1819 in England zurückgehen, um ein Beispiel einer weitergehenden Diskussion über Währungsordnung und Wechselkurse zu finden.

Jedoch auch im Rahmen dieser Diskussion wurde der Frage der Gestaltung der Wechselkurse relativ geringe Bedeutung beigemessen. So wurden die Vorteile einer Stabilität der Wechselkurse von jenen Autoren, welche als die Begründer der klassischen währungspolitischen Konzeptionen bezeichnet werden, kaum zur Verteidigung

¹ Der Wechselkurs ist der Preis einer ausländischen Währungseinheit, ausgedrückt in inländischen Währungseinheiten. Ein Steigen der Wechselkurse bedeutet demnach ein Fallen des Wertes der inländischen Währung.

² Die Sicherstellung des äußeren Gleichgewichts durch Änderungen der Wechselkurse geschah nur vereinzelt, insbesondere in jenen Ländern, deren Exporte aus einigen wichtigen Rohstoffen bestanden, deren Preise großen Änderungen auf den Weltmärkten unterworfen sind. «L'étalon-or d'avant 1914 était loin d'être universel. Dans les pays exportateurs de matières premières, les fluctuations des changes étaient très fréquentes et la dépréciation monétaire constituait la réaction habituelle de ces pays à toute baisse sérieuse des prix de leurs exportations.» Vgl.: L'expérience monétaire internationale, Société des Nations, Genève 1944, S. 151.

ihrer Auffassungen angeführt.¹ Die Frage, ob man die Stabilität der Wechselkurse aufgeben und eine generelle Änderung der Goldparitäten vornehmen sollte, spielte wieder Mitte des 19. Jahrhunderts eine Rolle, als die Gefahr einer Goldinflation, infolge der großen Goldfunde in Kalifornien, auftrat. Schließlich ist zu erwähnen, daß der «Compensated Dollar Plan» von Irving Fisher, welcher als erster der modernen Autoren die Vorteile der Stabilität der Wechselkurse in Frage stellte, Änderungen der Paritäten der Währungen der einzelnen Länder vorsah. Allgemein jedoch sah man bis in das 20. Jahrhundert hinein in der Stabilität der Wechselkurse die normale Lösung.

Abkehr von der Goldwährung

Währungsordnung und Wechselkurse rückten wiederum in den Mittelpunkt der währungspolitischen Diskussionen, als nach Beendigung des Ersten Weltkrieges viele Länder der Goldwährung nicht länger mehr angehören wollten. Eine internationale Währungsordnung, die zwar stabile Wechselkurse garantierte, jedoch keine im Dienst einer nationalen Wirtschaftspolitik stehende Währungspolitik erlaubte, wurde kaum noch als eine ideale Lösung angesehen. Immer größer wurde die Zahl der Stimmen, welche die Schaffung von nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen forderten. Einer der eifrigsten Vorkämpfer dieser Idee war Lord Keynes.

Die Währungspolitik war ein zu bedeutendes Instrument im Dienst einer nationalen Wirtschafts- und insbesondere einer nationalen Konjunktur- und Beschäftigungspolitik geworden, als daß zugunsten der Vorteile einer internationalen Währungsordnung darauf hätte verzichtet werden können. Man war nicht mehr bereit, einer internationalen Währungsordnung anzugehören, die zwar den Vorteil stabiler Wechselkurse bot, die aber ein einzelnes Land, in der Sorge um die Erhaltung seines äußeren Gleichgewichts, zu Maßnahmen zwang, die den Zielen der internen Wirtschafts- und Währungspolitik entgegen gesetzt sein konnten. Jedes einzelne Land war in einem mehr oder weniger starken Grad, je nach seiner Größe und seiner Bedeutung im

¹ «If the exponents of the paper standard, however, had intellectually somewhat the best of the argument, it was largely because of the failure of their opponents to set forth what seem to me the most important arguments for stability of the Exchanges.» J. Viner: *Studies in the Theory of International Trade*. London 1937, S. 217.

Welthandel, gezwungen, sich dem durchschnittlichen Verhalten der andern Länder anzupassen. Jede Sonderentwicklung, jede Loslösung vom internationalen Konjunkturzyklus wurde verunmöglicht. Die Vorteile stabiler Wechselkurse konnten nur auf Kosten der internen wirtschaftlichen und monetären Stabilität sichergestellt werden. Die Auffassungen des monetären Nationalismus¹ setzten sich zwar nur langsam durch. Erst die große Depression der dreißiger Jahre und ihre tiefgreifenden Veränderungen führten zur endgültigen Abkehr von der Goldwährung. Nach dem Ersten Weltkrieg und nach Beendigung der kriegsbedingten Währungswirren hatte man unter dem Eindruck der guten Erfahrungen vor 1914 die Lösung noch in einer Restauration der Goldwährung gesucht. Die meisten Länder, dem Beispiel Englands folgend, kehrten in den zwanziger Jahren zur Goldwährung in einer zwar veränderten Form, der Golddevisenwährung, zurück. Bald zeigte sich jedoch, daß diese Rückkehr ein Fehler war. Da man ein Ideal vor Augen hatte, fand man nicht jene währungspolitische Lösung, die der damaligen wirtschaftspolitischen Situation entsprochen hätte. Man übersah, daß die Goldwährung nur unter gewissen politischen, wirtschaftlichen und psychologischen Voraussetzungen, die allein in einer freien Marktwirtschaft vorhanden sind, funktionsfähig ist. Außerdem fehlte die notwendige Bereitschaft der Zusammenarbeit, ohne die jede internationale Währungsordnung von vornherein zum Scheitern verurteilt² ist. Es zeigte sich aber auch, daß dem Goldmechanismus gewisse Mängel eigen sind, die vor 1914 sein Funktionieren kaum beeinträchtigten. Zur Zeit der Wiedereinführung der Goldwährung jedoch mußten diese Mängel die Befolgung der Spielregeln unmöglich machen. Die Neutralisierung der Goldzuflüsse und Goldabflüsse wurde zur Regel und führte sowohl zur Neuverteilung als auch zur Konzentration des Goldes in einzelnen Ländern. Der Zusammenbruch der Goldwährung wurde dadurch beschleunigt. Der Übergang Englands zur freien Papierwährung im September 1931 bedeutete die endgültige Abkehr von der Goldwährung und damit das Ende einer internationalen Währungsordnung, die lange Zeit zur vollen Zufriedenheit hatte funktionieren können.

¹ Vgl. *F. A. v. Hayek: Monetary Nationalism and International Stability*, London 1937. Hayek hat die neuen währungspolitischen Ideen als «Monetärer Nationalismus» bezeichnet. Diese Bezeichnung erscheint sehr treffend und soll im folgenden angewendet werden.

² Vgl. *E. Salin: Von den Wandlungen der Weltwirtschaft in der Nachkriegszeit*. Ww. Archiv, Bd. 35, 1931.

Sieg des monetären Nationalismus

Der Tiefpunkt der großen Wirtschaftsdepression wurde zu Beginn der dreißiger Jahre erreicht. Jetzt mußten die Ideen des monetären Nationalismus durchdringen. Nationale Papierwährungssysteme mit variablen Wechselkursen wurden nicht mehr als Ausnahme, sondern als normale Lösung angesehen. Eine Währungsordnung auf nationaler Basis erlaubt es, die Währungspolitik in den Dienst einer nationalen Konjunkturpolitik zu stellen. Mit Hilfe von internen währungs-, kredit- und finanzpolitischen Maßnahmen, behaupteten die Vertreter des monetären Nationalismus, könne eine einzelne Volkswirtschaft aus dem Zustand der Depression herausgerissen werden. Um das Verhalten der anderen Länder brauche man nicht besonders besorgt zu sein. Bei dieser Währungsverfassung stehe es ja im Ermessen der monetären Zentralstelle, Maßnahmen zu ergreifen, um außenwirtschaftliche Einflüsse, die sich über die Störung des äußeren Gleichgewichts auf die interne Wirtschaft übertragen, abzuwehren. Änderungen der Wechselkurse oder direkte Eingriffe in den Preismechanismus sorgen dafür, daß das äußere Gleichgewicht erhalten bleibe, während die interne Währungspolitik sich ganz auf die Befolgung ihrer Ziele ausrichten kann. Es wurde aber übersehen, daß diese Maßnahmen allzuoft dazu verwendet werden können, die Erholung der eigenen Wirtschaft auf Kosten anderer Länder zu erreichen. Die Maßnahmen tragen dann keinen defensiven Charakter mehr; ihr Zweck ist nicht mehr die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts. Sie werden zu aggressiven Maßnahmen (*beggar-my-neighbour policies*)¹, die zum Ziele haben, über eine Verbesserung der Handelsbilanz den Beschäftigungsgrad in der eigenen Volkswirtschaft zu steigern, anstatt dies durch interne finanz- und währungspolitische Maßnahmen zu erreichen.

Der Einfluß der Keynes'schen wirtschaftspolitischen Ideen

Ein weiterer Auftrieb wurde den Ideen des monetären Nationalismus gegeben, als Lord Keynes in seinem Hauptwerk «*The General Theory of Employment Interest and Money*»² der Wirtschafts- und

¹ R. Nurkse: *Conditions of International Monetary Equilibrium*, in *Readings in the Theory of International Trade*, London 1950, S. 13–16.

² J. M. Keynes: *The General Theory of Employment Interest and Money*, London 1936.

Währungspolitik nicht nur die Loslösung vom internationalen Konjunkturzyklus, sondern darüber hinaus die Erhaltung der Vollbeschäftigung aller Produktionsfaktoren, unter Vermeidung von inflatorischen Preis- und Kostensteigerungen, als erstes Ziel setzte. Durch interne finanz- und währungspolitische Maßnahmen soll die effektive oder monetäre Nachfrage nach den Erzeugnissen eines Landes auf einem solchen Stand gehalten werden, daß sämtliche Produktionsfaktoren in den Produktionsprozeß eingegliedert werden können. Nur dann befindet sich die betreffende Volkswirtschaft in einem internen Gleichgewicht bei gleichzeitiger Vollbeschäftigung. Für eine Volkswirtschaft, die sich in Wirtschaftsbeziehungen mit anderen Volkswirtschaften befindet, bedeutet dies, daß ein Rückgang der externen Nachfrage durch eine Ausdehnung der internen Nachfrage ausgeglichen werden soll. Das äußere Ungleichgewicht, das dabei entsteht, soll durch den Abfluß von Gold oder von anderen internationalen Reserven beseitigt werden. Fehlen diese, so sollen Maßnahmen zur Korrektur der Zahlungsbilanz ergriffen werden.

*Bestrebungen zur Rückkehr zu einer währungspolitischen Lösung
auf internationaler Basis*

Man erkannte aber schon vor dem Zweiten Weltkrieg, daß die Lösung des Beschäftigungsproblems nur durch internationale Zusammenarbeit, insbesondere auf währungspolischem Gebiet, möglich sein würde. Koordination der nationalen, im Dienste der Vollbeschäftigung stehenden internen wirtschafts-, finanz- und währungspolitischen Maßnahmen, Erhöhung der internationalen Liquidität, Wiederbelebung des internationalen Kapitalverkehrs sind die Voraussetzungen für die Durchführung einer Politik zur Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung, ohne daß Störungen des äußeren Gleichgewichts die einzelnen Länder in der Weiterführung dieser Politik behindern. Änderung der Wechselkurse oder Einführung direkter Maßnahmen werden dann nur noch selten notwendig sein. Eine de-facto-Stabilität der Wechselkurse auch auf lange Frist und gleichzeitige Freiheit in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen kann erreicht werden. Die Durchführung dieser Prinzipien erfordert in erster Linie eine Preisgabe des monetären Nationalismus in seiner extremsten Form und die Bereitschaft, wenn auch nicht zu einer inter-

nationalen Währungsordnung, so doch zu einem internationalen Zahlungssystem zurückzukehren.

Bestrebungen in dieser Richtung traten bereits vor dem Zweiten Weltkrieg in Erscheinung. So war das «Tripartite Agreement» im Jahre 1936 ein Versuch, ein internationales Zahlungssystem auf der Basis des Goldes aufzubauen und die Währungs- und Wechselkurspolitik der Währungsausgleichfonds der beteiligten Länder zu koordinieren. Im Laufe des Zweiten Weltkrieges wurden diese Gedanken weiter ausgebaut und fanden schließlich ihre Verwirklichung in der Aufstellung der Konvention von Bretton-Woods. Wenn diese auch nicht die ideale Lösung darstellen mag, so ist sie doch zumindest ein Versuch, auf Grund der Erfahrungen der dreißiger Jahre eine währungspolitische Lösung auf internationaler Basis zu finden.

Die Gestaltung der Wechselkurse

Die frühesten Vertreter des monetären Nationalismus, welche die Sicherstellung des äußeren Gleichgewichts durch Änderungen der Wechselkurse befürworteten, glaubten jedoch nicht, daß die Wechselkurse sich selbst überlassen werden könnten. Wenn nämlich die Wechselkurse gemäß den täglichen Änderungen von Angebot und Nachfrage auf vollkommen freien Devisenmärkten fluktuieren, so müssen diese Bewegungen selbst zur Ursache von neuen Störungen werden. Sie können ein bestehendes Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz dann nicht mehr beseitigen, sondern sie tragen zu seiner Vergrößerung bei. Gleichzeitig würden die Wechselkurse, wenn sie sich selbst überlassen bleiben, auf ein temporäres äußeres Ungleichgewicht oft zu schnell und zu heftig reagieren. Sie forderten daher die Ausschaltung der täglichen Schwankungen der Wechselkurse durch eine geeignete Wechselkurspolitik der monetären Zentralstelle.

Durch staatliche Eingriffe auf den Devisenmärkten zur Beeinflussung von Angebot und Nachfrage oder durch die Bindung der eigenen Währung an das Gold oder an andere Währungen sollten die Wechselkurse auf einer bestimmten erwünschten Höhe stabilisiert werden. Eine Änderung – eine Aufwertung oder Abwertung – soll nur dann erfolgen, wenn die monetäre Zentralstelle dies auf Grund der Zahlungsbilanzsituation als notwendig erachtet.¹

¹ In dieser Arbeit soll demzufolge zwischen einer Politik fluktuierender (oder schwankender) und einer Politik variabler Wechselkurse unterschieden werden. Bei einer Politik

Diese Erkenntnisse führten daher in den verschiedenen Ländern nach der Einführung von freien Papierwährungssystemen zur Schaffung von Währungsausgleichfonds, deren Funktion es sein sollte, auf dem Devisenmarkt einzugreifen, die täglichen Fluktuationen der Wechselkurse auszuschalten und die Wechselkurse auf einer bestimmten erwünschten Höhe zu stabilisieren. Gegenüber nicht ertragsorientierten Kapitalbewegungen erwiesen sich die Fonds oft aber als machtlos. Das Prinzip der Freiheit von Angebot und Nachfrage auf den Devisenmärkten mußte daher vielfach aufgegeben werden.

In den dreißiger Jahren wurde die Auffassung, den Ausgleich der Zahlungsbilanz den Änderungen der Wechselkurse zu überlassen, hauptsächlich von den konservativen oder neoliberalen Autoren angegriffen, während sie von den Vertretern der Keynes-Schule allgemein befürwortet wurde. Die neoliberalen Autoren lehnten Änderungen der Wechselkurse, aus ihrer ablehnenden Haltung gegenüber jedem monetären Nationalismus heraus, ab.

Für sie blieb die Wiederherstellung der Goldwährung, wenn auch in veränderter Form, das Ziel. Der Ausgleich der Zahlungsbilanz sollte weiterhin durch das klassische Mittel einer bewußten Deflations- bzw. Inflationspolitik erfolgen. Unter den Autoren der Keynes-Schule bildeten sich mit der Zeit zwei Gruppen, von denen die radikalere auf eine weitgehende Ausschaltung des Preismechanismus drängte. Die neoliberalen Autoren dagegen befürworteten heute eine Politik variabler Wechselkurse. Wenn schon die Aussichten einer Wiedereinführung der Goldwährung gering sind, so sei es immer noch besser, den Preismechanismus zu erhalten und Änderungen der Wechselkurse mit all ihren Nachteilen in Kauf zu nehmen, als zu direkten Maßnahmen überzugehen.

Sie geben aber zu, daß es Situationen geben mag, in denen es – besonders vom sozialen Gesichtspunkt aus – besser sei, den Ausgleich der Zahlungsbilanz durch Änderungen der Wechselkurse als durch Änderungen der internen Preise und Einkommen anzustreben. Wenn somit festgestellt werden kann, daß in der Frage fixe, fluktuierende oder variable Wechselkurse ein Positionswechsel stattgefunden

fluktuierender Wechselkurse sind Änderungen der Wechselkurse jederzeit möglich; bei einer Politik variabler Wechselkurse jedoch sollen die Wechselkurse auf kürzere Frist stabil gehalten werden.

hat, so bedeutet dieser Wechsel jedoch nicht, daß die eine Autorengruppe heute die Position der anderen einnimmt.¹

Um diesen Positionswechsel richtig beurteilen zu können, muß ferner beachtet werden, daß die neuere Diskussion ihr Hauptaugenmerk auf einen anderen Aspekt der Frage der Gestaltung der Wechselkurse richtet. Während in den dreißiger Jahren die Diskussion hauptsächlich um die Frage ging, ob ein einzelnes Land sich durch Änderungen der Wechselkurse vor den Wirkungen einer äußeren Depression abschirmen könne, so war in den Diskussionen nach dem Zweiten Weltkrieg die Hauptfrage, ob durch Änderungen der Wechselkurse das Ungleichgewicht der Zahlungsbilanzen der europäischen Länder gegenüber den Vereinigten Staaten beseitigt werden könne. Dies war aber kein Ungleichgewicht, das seine Ursache in einer verschiedenen konjunkturellen Entwicklung hatte, sondern das im wesentlichen auf strukturellen Änderungen beruhte und daher als strukturelles Ungleichgewicht zu bezeichnen wäre.

In einem I. Teil dieser Arbeit werden wir untersuchen, wie die Frage fixe, fluktuierende oder variable Wechselkurse sich in der neueren währungspolitischen Diskussion entwickelt und gewandelt hat, und welche theoretischen und wirtschaftspolitischen Konzeptionen ihr zugrunde liegen. In einem II. Teil werden wir jene Tatbestände der neueren währungspolitischen Entwicklung, welche für unsere Frage von Bedeutung sind, einer näheren Untersuchung unterziehen.

¹ «In general it may be mistaken to view these changes in opinion as a single switch in which the conservative view has become advanced and the advanced position conservative. There is a steady shift in position, which is affecting both conservative and advanced thought.» *Cb. P. Kindleberger: The Dollar Shortage, 1950, S. 210.*

I. TEIL

In einem ersten Abschnitt sollen die Ursachen, die zur Abkehr von der Goldwährung führten, untersucht werden. In einem zweiten Abschnitt werden die Argumente einiger Autoren für und gegen die Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen dargestellt. In einem weiteren Abschnitt werden jene theoretischen Probleme und Schwierigkeiten behandelt, welche sich bei Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch Änderungen der Wechselkurse ergeben. In einem letzten Abschnitt soll untersucht werden, auf welche Weise das äußere und das innere Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung erhalten werden kann und welche Funktionen den Änderungen der Wechselkurse zukommen, wenn die Erhaltung der Vollbeschäftigung zum ersten Ziel der Wirtschafts-, Finanz- und Währungspolitik erklärt wird.

I. ABSCHNITT

Die Abkehr von der Goldwährung

Es dürfte zweckmäßig sein, die Untersuchung dieser Frage mit einer kurzen Skizzierung des Ausgleichs der Zahlungsbilanz bei Goldwährung einzuleiten. Es soll dann untersucht werden, welche Bedingungen für das Funktionieren der Goldwährung unerlässlich sind, und schließlich, welche Mängel dem Goldmechanismus selbst inhärent sind.

1. Kapitel

Der Ausgleich der Zahlungsbilanz bei Goldwährung¹

Wenn unter dieser Währungsverfassung eine Störung des Zahlungsbilanzgleichgewichts auftritt – infolge einer Nachfrageverschie-

¹ Den folgenden Ausführungen ist die Goldkernwährung zugrunde gelegt.

bung etwa – und es zu einem Defizit der Zahlungsbilanz kommt, so wird das Gleichgewicht im wesentlichen durch Goldbewegungen wiederhergestellt. Die Bindung der Notenmenge an das Gold, die Fixierung der Wechselkurse auf der Goldparität, bewirken, daß bei einer Änderung der Goldmenge der Geldmengen-Preismechanismus in Tätigkeit tritt. Der Ausgleich der Zahlungsbilanz geschieht also hauptsächlich durch die Änderung der internen monetären Größen, während die Wechselkurse nur innerhalb enger Grenzen schwanken können. In der Stabilität der Wechselkurse liegt somit einer der Hauptvorteile der Goldwährung, welche nicht zuletzt aus der gemeinsamen Erkenntnis gleichgesinnter Nationen, dieses Ziel der äußeren Währungspolitik in den Vordergrund zu stellen, entstanden ist.¹

Allerdings ist auch hier dem Wechselkursmechanismus, der sofort nach Eintreten einer Störung in Funktion tritt, ein gewisser Spielraum eingeräumt. Wird das bisherige Austauschgleichgewicht zwischen A und B² gestört, indem vermehrt B-Exportgüter nachgefragt werden, so führt dies zu einem Überangebot an A-Devisen und der A-Wechselkurs wird sinken. Dies wirkt auf die B-Nachfrage in A belebend und hemmt die A-Nachfrage in B. Es wird also durch den Wechselkursmechanismus eine Tendenz zum Ausgleich der durch die Mehrnachfrage in B hervorgerufenen Störung ausgelöst. Dem Wechselkursmechanismus sind jedoch durch die Goldpunkte sehr enge Grenzen gesetzt. Genügt der durch die Goldpunkte dem Wechselkursmechanismus überlassene Spielraum nicht, um die ausgleichsnotwendigen Umstellungen in den Nachfrageverhältnissen in A und B durchzusetzen, so steigt der B-Wechselkurs weiterhin an, bis zu dem Punkt – dem Goldexportpunkt –, an dem es für A vorteilhaft wird, anstatt teure Devisen zu kaufen, Gold nach B zu exportieren. Mit diesem Goldabfluß beginnt der Geldmengen-Preismechanismus in Tätigkeit zu treten. Die Verringerung der Goldmenge in A ist begleitet von einer größengleichen Verminderung der A-Geldmenge. Damit die vorgeschriebene Deckungsproportion eingehalten werden kann, muß der Notenumlauf weiterhin verringert werden, sofern die Golddeckung

¹ «The Goldstandard grew up freely and spontaneously through the recognition of a common primary objective – exchange stability by a number of like-minded nations.» *R. Nurkse: Domestic and International Equilibrium*, S. 282. In *S. E. Harris: The New Economics*.

² A bedeutet Inland oder Goldabflußland, B die Gesamtheit der übrigen Austauschpartner oder Goldzuflußländer.

vor dem Goldabfluß der festgesetzten Norm entsprach. Die Mittel hierzu sind Diskont- und Offen-Marktpolitik. Die durch eine Erhöhung des Diskontsatzes und den Verkauf von Wertpapieren am offenen Markt bewirkte Einschränkung der Noten- und Giralgeldmenge führt einerseits zu einem Rückgang der Geschäftstätigkeit in A mit einem entsprechenden Rückgang des Einkommens- und Beschäftigungsniveaus, und dadurch zu einer Minderung der Gesamtnachfrage, wodurch auch die Nachfrage nach B-Exportgütern betroffen wird.¹ Andererseits hat sie einen Druck auf das Preisniveau zur Folge, wodurch eine Erhöhung der Exportchancen für A eintritt. Die Reduktion der Geldmenge in A löst somit eine Tendenz zu einem Minderimport und zu einem Mehrexport aus, und zwar sowohl durch die Einkommens- (Einkommenswirkungen) als auch durch die Preisrückgänge (Preiswirkungen). Die Zahlungsbilanz von A kommt wieder ins Gleichgewicht. Der Beschäftigungsgrad wird jedoch ein niedrigerer sein als vor Beginn der Störung.²

Diese Ausgleichstendenzen werden noch verstärkt durch die monetären Veränderungen in B. Der Goldzufluß führt dort zunächst zu einer entsprechenden Ausdehnung der Goldmenge. Die Spielregeln der Goldwährung verlangen nun, daß die Geldmenge so lange ausgedehnt wird, bis die vorgeschriebene Deckungsproportion wieder erreicht ist. Mittels einer Herabsetzung des Diskontsatzes und des Kaufs von Wertpapieren durch die Notenbank auf dem offenen Markt kann diese Ausdehnung des Geldumlaufs erzielt werden. Die Vermehrung der wirksamen Geldmenge führt über ein Steigen des bisherigen Einkommens- und Beschäftigungsniveaus zu einer Erhöhung der Gesamtnachfrage und damit auch der Nachfrage nach A-Exportgütern. Gleichzeitig wird eine allgemeine Preissteigerung einsetzen, wodurch die Exporte erschwert werden. Es werden somit importfördernde und exporthemmende Kräfte ausgelöst, die den Überschuß der Zahlungsbilanz von B herabmindern.

Die entgegengerichtete Anpassung der Gesamtgeldmengen in A und B wirkt so auf die Beseitigung des Ungleichgewichts der Zahlungsbilanz hin. Es sind gleichsam zwei Hebel einer Zange, die die

¹ Wie groß der Nachfragerückgang nach B-Exportgütern sein wird, hängt von der Grenzneigung zum Importieren in A ab.

² Nach der klassischen Auffassung, die eine vollkommene Flexibilität der Preise und Kosten und insbesondere der Löhne voraussetzt, kann es überhaupt zu keinem Rückgang des Beschäftigungsgrades kommen. Nur die Nominallohne werden sinken.

Umstellung des Güter- und Dienstleistungsaustausches erzwingen und das Gleichgewicht herbeiführen,¹ aber bei einem niedrigeren Einkommens- und Beschäftigungsniveau im Lande A. Das Gleichgewicht kann sich allerdings schon früher – wenigstens vorübergehend – wieder einstellen, infolge des Dazwischentretens der internationalen kurzfristigen Kreditgewährung. Wird nämlich in A infolge des Goldabflusses der Diskontsatz erhöht und damit gegenüber B ein Zinsgefälle erzeugt, so wird A zum günstigen Anlagemarkt und es strömen kurzfristige Kredite von B nach A. Der externe Zins- und Kreditmechanismus wirkt so ebenfalls mit, das Gleichgewicht wieder herzustellen. Dieser Einstrom von kurzfristigen Geldern wird noch dadurch ange-regt, daß der B-Wechselkurs am Goldexportpunkt steht und somit eine hohe Realverzinsung gewährleistet ist.² Durch den Kapitalimport wird die Goldausfuhr unterbunden und die sonst notwendig gewordenen Anpassungsmaßnahmen in A und B auf ein Minimum reduziert. Sinnvoll ist dieser Kreditausgleich allerdings nur dann, wenn es sich um die Überwindung einer temporären Störung handelt. Langfristig bedingte Störungen müssen früher oder später durch entsprechende Anpassungsprozesse in A und B behoben werden.

Der Goldmechanismus, wie er eben beschrieben worden ist, entspricht eher einem theoretischen Modell als den tatsächlichen Begebenheiten. Jedoch waren vor 1914 die Abweichungen von den theoretischen Erfordernissen des Systems, begünstigt durch die äußeren Umstände, nicht so ausgeprägt, daß das Funktionieren der Goldwährung in Frage gestellt worden wäre. Dies änderte sich jedoch nach dem Ersten Weltkriege mit den zunehmenden Tendenzen zum monetären Nationalismus, wodurch der Zerfall der Goldwährung als internationales Währungssystem unaufhaltsam wurde.

2. Kapitel

Die Funktionsbedingungen der Goldwährung

Das Aufkommen des monetären Nationalismus und die Abkehr von der Goldwährung dürfte vor allem auf die Tatsache zurückzu-

¹ Vgl. *F. Meyer*: Devisenbewirtschaftung als neue Währungsform. Ww. Archiv Bd. 49, 1939, S. 421.

² Vgl. *F. Meyer*: Ibid. S. 420.

führen sein, daß für das Funktionieren der Goldwährung als internationales Zahlungssystem gewisse wirtschaftliche, politische und psychologische Voraussetzungen unerläßlich sind, die in der Zeit nach dem Ersten Weltkriege kaum noch vorhanden waren.

Diese Funktionsbedingungen, die für das Funktionieren der Goldwährung zwar nicht gleich wichtig sind, sind folgende:¹

a) Verzicht auf eine autonome Konjunkturpolitik

Der Goldmechanismus verlangt, daß die verantwortlichen monetären Zentralstellen in den verschiedenen Ländern bereit sind, die Spielregeln der Goldwährung einzuhalten. Diese verlangen vor allen Dingen, daß die interne Geld- und Kreditpolitik sich nach der Zahlungsbilanz ausrichtet. Für kleine Länder gibt es somit nur eine Geld- und Preispolitik, nämlich jene, die mit fixen Goldparitäten vereinbar ist. In seiner internen Geld- und Kreditpolitik hat sich das einzelne Land dem durchschnittlichen Verhalten der anderen Länder anzupassen.² Ein Land kann daher zu Maßnahmen gezwungen werden, welche die Erhaltung der internen Stabilität und Prosperität gefährden.

So kann, wenn ein Goldabfluß stattfindet und die Kontraktion der Geldmenge eine Heraufsetzung des Diskontsatzes verlangt, die diskontpolitische Maßnahme im Widerspruch zu den Bedingungen zur Erhaltung der internen Prosperität stehen. Eine stetige Wirtschaftsentwicklung wird dadurch erschwert. Dieser Widerspruch resultiert aus der Verkoppelung von Außen- und Binnenwert des Geldes, welche der Goldwährung zugrunde liegt. Sieht die Währungspolitik eines Landes ihr primäres Ziel in der Stabilhaltung der Wechselkurse, so bedeutet dies, daß außenwirtschaftliche Einflüsse sofort auf die interne Wirtschaft übertragen und entsprechende Änderungen der Preise, des Einkommens- und Beschäftigungsniveaus notwendig werden. Eine einzelne Volkswirtschaft wird daher von den externen Konjunkturbewegungen abhängig sein, und dies um so mehr, je weitgehender ihre Abhängigkeit vom Weltmarkt ist. Sie kann keine Sonderentwicklung nehmen, sondern muß sich den Bewegungen des

¹ Vgl. F. A. Lutz: Goldwährung und Wirtschaftsordnung, in Ww. Archiv, Bd. 41, 1935, S. 224 und folgende.

² «The main criterion of the banking policy of each country should be the average behaviour of all the other members; its own voluntary and independent contribution being a modest one.» J. M. Keynes: A Treatise on Money, Bd. 2, S. 303.

Gesamtsystems anpassen.¹ Jeder Versuch eines einzelnen Landes, eine autonome Konjunkturpolitik zu betreiben, und in einer weltweiten Depression Maßnahmen zur Wiederbelebung der internen Wirtschaftstätigkeit zu ergreifen, muß scheitern. Infolge der steigenden Preise würden die Exporte zurückgehen und die Importe zunehmen. Es würde zu einem Defizit der Zahlungsbilanz kommen. Die Folge wäre Goldverlust, Kontraktion des Geldumlaufs zur Wahrung der Deckungsproportion und damit Abbruch der internen Expansion. Kann ein einzelnes Land einerseits keine Sonderentwicklung nehmen, so kann es sich andererseits auch nicht der wirtschaftlichen Entwicklung in anderen Ländern entziehen. Der Anstoß zu Konjunkturbewegungen geht von den konjunkturrell führenden Mächten aus, denen der Zufluß neugewonnenen Währungsmetalls in erster Linie zugute kommt. Infolge ihrer weltwirtschaftlichen Verflechtung vermögen sie das Auf und Ab der wirtschaftlichen Entwicklung des ganzen Systems zu bestimmen. Hiermit kommt deutlich zum Ausdruck, daß die Goldwährung ein internationales Währungssystem ist, in dem die weltwirtschaftliche Entwicklung den Vorrang vor der nationalen hat.

Tendenzen zu einer autonomen Konjunkturpolitik haben zur Folge, daß die nationale Geldmenge nicht mehr den Änderungen des Goldbestandes angepaßt wird. Die Goldabflüsse und Goldzuflüsse werden in ihren Wirkungen auf die interne Geldmenge neutralisiert und können die internen Preise nicht mehr beeinflussen. Wird bei einem Goldzufluß die Geldmenge nicht ausgedehnt, weil dadurch eine Tendenz zur Erhöhung der Importe und zur Senkung der Exporte ausgelöst würde, so muß der Goldabfluß des Defizitlandes und der entsprechende deflatorische Druck viel größer sein, um den Ausgleich der Zahlungsbilanz wieder herzustellen. Wird umgekehrt bei einem Goldabfluß die Geldmenge nicht eingeengt – was allerdings voraussetzt, daß vorher Gold sterilisiert wurde –, so muß das andere Land die ganze Last des Ausgleichsprozesses tragen. Ist es gar so, daß in beiden Ländern die Änderungen des Goldbestandes keine Änderungen der internen Geldmengen mehr herbeiführen, so wird der Goldmechanismus vollkommen ausgeschaltet. Die Goldbewegungen haben keinen

¹ «La synchronisation des fluctuations économiques générales caractérisait le système traditionnel de l'étalon-or. Ce système n'imposait pas d'étroites restrictions à des mouvements simultanés s'opérant dans la même direction. Dans l'intérêt de la stabilité des changes, il exigeait, avant tout, une conformité d'action de la part des membres du système.» Vgl. L'expérience monétaire internationale, S. 242.

Einfluß auf die Warenströme mehr und sie werden zu einem rein güterwirtschaftlichen Ausgleichprozeß. Darüber hinaus führt die Neutralisierung der Goldzuflüsse und Goldabflüsse zu einer größeren Beanspruchung der Goldreserven der Defizitländer und zu einer Neuverteilung der Goldreserven, die als dauernd angesehen werden muß. Der Extremfall ist erreicht, wenn die Goldbewegungen, infolge der völligen Loslösung des Zusammenhanges mit der Geldmenge, überhaupt keine Warenbewegungen mehr induzieren. Der Versuch, eine autonome Wirtschafts- und Konjunkturpolitik durchzuführen, muß daher den Goldmechanismus ausschalten und die Goldwährung als internationale Währungsordnung funktionsunfähig machen.

b) Verzicht auf protektionistische Maßnahmen

Es wurde gezeigt, daß Goldströme Warenströme induzieren, welche den endgültigen Ausgleich der Zahlungsbilanz herbeiführen. Wenn nun ein Land durch die Einführung oder durch die Erweiterung protektionistischer Maßnahmen seinen internen Markt vor den ausgleichenden Warenströmen schützen will, so wird dies nicht ohne Wirkung auf die Funktionsfähigkeit des Goldmechanismus bleiben.¹

Nehmen wir an, daß im Lande B die Zölle für die Exportgüter aus dem Lande A erhöht werden. Die A-Exporte gehen daraufhin zurück, das Zahlungsbilanzgleichgewicht des Landes A wird gestört. Um den Ausgleich wieder herzustellen, müssen die Ausfuhrhemmnisse durch einen deflatorischen Preisdruck in A überwunden werden. Gleichzeitig wird aber auch, infolge des Deflationsprozesses, eine Tendenz zu rückläufigen Importen in A entstehen, so daß der Ausgleich der Zahlungsbilanz von A zwar zustande kommt, jedoch bei einem verringerten Außenhandelsvolumen. Noch stärker sind diese Wirkungen, wenn Importkontingente bestehen. Macht sich z. B. eine Tendenz zu einer erhöhten Einfuhr in A geltend, so kann diese nicht durch eine Steigerung der Exporte kompensiert werden, wenn B seine Einfuhr kontingentiert hat. Während bei den Zöllen der Preismechanismus noch wirken kann, kann im Falle von Importkontingenten in B ein noch so großer Preisdruck in A die Exporte nicht steigern.

¹ Es ist hier hervorzuheben, daß die Existenz von Zöllen an sich das Funktionieren des Goldmechanismus nicht erschwert. Zwischen Ländern, deren Wirtschaft auf früher einmal eingeführte Zölle eingespielt ist, kann die Goldwährung ebenso funktionieren wie zwischen Ländern ohne Zollschranken.

c) Flexibilität der Preise

Für das Funktionieren des Geldmengen-Preismechanismus ist ein hoher Grad von Preisflexibilität unerlässlich. Wenn infolge eines Zahlungsbilanzdefizits Gold abfließt und die Geldmenge eingeschränkt wird, so wird angenommen, daß die Preise und Kosten entsprechend fallen werden. Diese Preis- und Kostenänderungen werden aber nicht sofort stattfinden, sondern zu Friktionen Anlaß geben. Dies wird vor allem bei den Löhnen der Fall sein. Erfahrungsgemäß widersetzt sich die Lohnpolitik der Gewerkschaften jeder Lohnsenkung. Da ferner auch die Preise der andern Kostenfaktoren weniger flexibel sind als die Preise der Endprodukte, entstehen Verluste für die Unternehmer. Sie werden daher die Produktion verringern. Ein Goldabfluß und eine entsprechende Einschränkung der Geldmenge wird daher bei partieller Starrheit der Preise eine erhöhte Gefahr für Beschäftigung und Produktion darstellen. Die Deflationspolitik muß sich daher weit stärker in einem Rückgang der Beschäftigung als in einem Rückgang der Nominaleinkommen auswirken.

d) Vertrauen

Schließlich ist für das Funktionieren der Goldwährung Vertrauen in die Stabilität der innen- und außenpolitischen und damit auch der währungspolitischen Verhältnisse unerlässlich. Fehlt das Vertrauen, so macht sich dies vor allem im internationalen Kapitalverkehr bemerkbar. Kapitalbewegungen sind im Rahmen der Goldwährung erwünscht und können ihr Funktionieren erleichtern, wenn sie ertragsorientiert sind, d. h. in Richtung der höheren Zinssätze erfolgen. Schwindet das Vertrauen in die Aufrechterhaltung der Stabilität der Verhältnisse, so richten sich die Kapitalbewegungen nicht mehr nach der Zinshöhe, sondern nach der wirklichen oder vermeintlichen allgemeinen und währungspolitischen Sicherheit der verschiedenen Länder. Die Maßnahmen der Diskontpolitik bleiben dann ohne Einfluß auf das Ausmaß und die Richtung der internationalen Kapitalbewegungen, die schließlich zur Vernichtung der Goldwährung führen können.

e) Schlußbemerkung

Die vier Funktionsbedingungen, die notwendig sind, um dem Goldmechanismus zur vollen Entfaltung seiner Leistungsfähigkeit zu

verhelfen, sind diejenigen einer freien Marktwirtschaft. Jede Abweichung von dieser Wirtschaftsordnung bedeutet daher eine Verschlechterung der Funktionsbedingungen der Goldwährung. Die Aufhebung einer jeden einzelnen der vier Funktionsbedingungen ist bei einem gewissen Ausmaß der zu beseitigenden Störung imstande, den Goldmechanismus auszuschalten und dadurch die Goldwährung als internationales Währungssystem zu zerstören. Die Aufhebung auch nur eines Teiles der Voraussetzungen genügt, um den Goldmechanismus so zu schwächen, daß er das Gold nicht mehr verteilt, sondern länderspezifisch konzentriert. Die Wirkungen des Mechanismus werden dann nicht mehr als Ausgleichsnotwendigkeit empfunden, sondern als originäre Störungen, denen die betreffenden Länder nach Möglichkeit zu entgehen suchen.

3. Kapitel

Kritik der Goldwährung

Autonome Konjunkturpolitik, ungenügende Flexibilität der Preise, handelspolitische Hindernisse und nichtertragsorientierte Kapitalbewegungen haben dazu geführt, daß die Goldwährung der Nachkriegszeit über dem Fehlen ihrer Voraussetzungen zusammengebrochen ist. Man wäre daher vielleicht versucht zu behaupten, daß die Ursachen für das Versagen der Goldwährung in einer Zeit, da kein Land bereit war, die Spielregeln zu beachten, nicht in der Goldwährung selbst zu suchen seien. Anscheinend sind die Länder damals bereit gewesen, die Spielregeln zu beachten, da sie ja beschlossen, zur Goldwährung zurückzukehren. Wenn es sich aber trotzdem bald zeigte, daß es den verschiedenen Ländern unmöglich war, die Spielregeln einzuhalten, so dürfte das auf Umstände und Schwierigkeiten zurückzuführen sein, die im Goldmechanismus selbst liegen und nicht einer bestimmten historischen Epoche eigen sind.

So setzt ein vollkommenes und reibungsloses Funktionieren der Goldwährung einen Grad von Flexibilität und gleichzeitiger Stabilität der wirtschaftlichen Verhältnisse voraus, welcher nur bei Zusammenreffen und Zusammenwirken einer ganzen Reihe glücklicher und einmaliger Umstände vorhanden sein kann. Nur bei «gutem Wetter»

wird der Goldmechanismus zufriedenstellend funktionieren.¹ Vor 1914 waren diese Umstände gegeben und der Goldmechanismus hatte kaum größere Prüfungen zu bestehen. Es herrschte ein strukturelles Gleichgewicht in den weltwirtschaftlichen Beziehungen, indem sich Rohstoff- und Industrieländer ergänzend gegenüber standen. Die zu beseitigenden Störungen erreichten daher nie ein größeres Ausmaß, so daß die letzte Konsequenz des Goldmechanismus, nämlich relativ lang anhaltende deflatorische und inflatorische Preisbewegungen, nie akut wurde. Die erlebten Preisänderungen waren von geringem Ausmaß. Der Goldstandard konnte daher nicht nur stabile Wechselkurse, sondern im großen ganzen auch stabile Preise gewährleisten.² Der Vorrang der äußeren Währungspolitik vor der inneren, welcher im Wesen der Goldwährung begründet liegt, war in der Vorkriegszeit somit erträglich. Spekulativbedingte, kurzfristige Kapitalbewegungen fehlten vollkommen. Ferner wurde das Funktionieren der Goldwährung vor 1914 durch den Umstand, daß die weltwirtschaftlichen Beziehungen sich in rascher Ausdehnung befanden, begünstigt. Der Preistrend war aufwärts gerichtet. Die inhärenten deflationären Tendenzen des Goldmechanismus, Folgen des unsymmetrischen Funktionierens, wurden mehr als ausgeglichen durch die weltweite Kreditexpansion.

In einer Zeit aber, in der es dauernd zu Störungen des äußeren Gleichgewichts kommt, wird es immer schwerer, den Goldmechanismus zu handhaben, vor allem wegen der Rückwirkungen auf die interne Wirtschaft und die Erhaltung der internen Stabilität. Es ist daher verständlich, daß in einer solchen Situation die Goldwährung aufgegeben und durch eine freie Papierwährung ersetzt wird, welche von der internen Wirtschaft nicht jene großen Opfer verlangt.³

Vollends zu einem Anachronismus wurde die Goldwährung in einer Zeit, da die Währungspolitik als wichtiges Instrument im Dienste einer nationalen Konjunktur- und Beschäftigungspolitik angesehen wurde, das man nicht mehr einem automatischen internationalen Währungssystem überlassen wollte. Man war nicht mehr bereit, die

¹ It is a fair weather craft of doubtful seaworthiness in stormy weather. *G. N. Halm: Monetary Theory*, 1948, S. 198.

² *J. M. Keynes: A Tract on Monetary Reform*, S. 158.

³ «For a nationally managed standard would not subject the country's internal economy to such violent strains as those to which the attempt to continue to conform to an international standard may subject it; so that the inherent difficulty and the sacrifice will be less in the former case than in the latter.» *J. M. Keynes: A Treatise on Money*, Bd. 2, S. 299.

Geld- und Finanzpolitik allein dem Ziel der Erhaltung stabiler Wechselkurse unterzuordnen. Heute wird die Geld- und Finanzpolitik als Bestandteil der Wirtschaftspolitik angesehen, deren erstes Ziel die Sicherstellung eines internen Gleichgewichts bei einem hohen Beschäftigungsgrad ist; an einer Stabilität der Wechselkurse ist man nur noch soweit interessiert, als zu häufige Fluktuationen die interne Stabilität gefährden.

Unter den heutigen Bedingungen am Goldstandard festzuhalten bedeutet aber auch, daß jede Kontrolle über die eigene Zins- und Diskontpolitik aus der Hand gegeben wird. So würde ein Defizitland zur Festsetzung eines hohen Zinssatzes gezwungen werden, was einen Rückgang der Investitionstätigkeit und somit des Einkommens- und Beschäftigungsniveaus zur Folge haben würde. Festhalten am Goldstandard bedeutet daher Deflationspolitik für ein Defizitland, d. h. Preis- und Kostensenkung in der heimischen Industrie, Druck auf die Löhne, Arbeitsniederlegungen und Produktionsunterbrechungen. Nach all diesen schmerzlichen Anpassungen könnte man den Goldstandard erhalten, um einen Preis jedoch, den heute keine Nation mehr zu zahlen bereit ist. Trotzdem hat die öffentliche Meinung und auch ein weiter Autorenkreis noch lange in der Goldwährung eine Ideallösung gesehen. Weil sie die Stabilität der Wechselkurse und eine gewisse Voraussicht über die Entwicklung der Kreditpolitik in den einzelnen Ländern garantiere, so wurde argumentiert, sei sie unabhängigen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen, bei denen es den einzelnen Ländern freisteht, eine verschiedene Währungs- und Wirtschaftspolitik durchzuführen, vorzuziehen.

Wenn auch an eine Rückkehr zur Goldwährung in ihrer klassischen Form heute kaum gedacht werden kann, so will das nicht heißen, daß, trotz des Bestehens von nationalen Währungssystemen, die Rückkehr zu einem internationalen Zahlungssystem auf der Basis des Goldes unmöglich ist. Das Gold wird in einem solchen internationalen Zahlungssystem als gemeinsamer Wertstandard dienen. Die externe Währungspolitik der Mitgliedstaaten soll aber nicht mehr unter der Notwendigkeit stehen, fixe Wechselkurse unter allen Umständen zu verteidigen. Dem Gold würde hier die wichtige Aufgabe zukommen, als Zahlungsbilanzreserve zu dienen und somit allzu häufige Änderungen des Wechselkurses überflüssig machen, da Gold, als die fungibelste aller Waren, überall und zu jeder Zeit ohne Schwierigkeiten an Zah-

lung Statt angenommen wird. Es geht also nicht darum, ob die Goldwährung wiederhergestellt werden kann, sondern ob Gold einem internationalen Zahlungssystem die notwendige Flexibilität gewähren kann.

II. ABSCHNITT

Die Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen

Im Vorhergehenden wurde darauf hingewiesen, daß der Wunsch, eine autonome Konjunkturpolitik durchzuführen, die Hauptursache der Abkehr von der Goldwährung gewesen ist. Sieht die Wirtschaftspolitik eine ihrer Hauptaufgaben in der Loslösung vom internationalen Konjunkturzyklus, so ist der entsprechende währungspolitische Rahmen ein autonomes nationales Währungssystem. Ein einzelnes Land steht dann nicht mehr unter dem Zwang, sich in seiner Wirtschafts- und Währungspolitik nach dem Verhalten der anderen Länder zu richten, sondern es steht ihm frei, eine Wirtschafts- und Währungspolitik durchzuführen, welche die Erhaltung der internen Stabilität gewährleistet. Bei einer Störung des äußeren Gleichgewichts finden keine Goldbewegungen mehr statt, die unter der Goldwährung die konjunkturelle Entwicklung in den verschiedenen Ländern verbanden.¹ Die Tendenz zum weltwirtschaftlichen Konjunkturausgleich wirkt nicht mehr. Dies ist von besonderer Bedeutung, wenn die Störungsursache des äußeren Gleichgewichts in einem Aufschwungvorsprung des Inlandes liegt. Während bei Goldwährung in diesem Fall ein Goldabfluß und eine Senkung der Preise und Einkommen stattgefunden hätte, sorgen jetzt Änderungen der Wechselkurse dafür, daß der Mehrimport automatisch von einem größengleichen Mehrexport begleitet wird. Die depressiven Wirkungen einer passiven Handels- und Zahlungsbilanz bleiben aus, und der Konjunkturstand kann aufrechterhalten werden. In dieser Unberührtheit des internen Geldkreislaufes der störungsbetroffenen Volkswirtschaft ist daher einer der entscheidenden Vorzüge eines nationalen Währungssystems mit variablen

¹ «Währungssysteme mit variablen Wechselkursen eliminieren aus dem wirtschaftlichen Verkehr zwischen verschiedenen Ländern den wichtigsten Träger des Boom- und Depressionsbazillus, nämlich den Geldstrom über die Grenzen.» *G. Haberler: Prosperity and Depression. Deutsche Übersetzung. Bern 1948, S. 425.*

Wechselkursen zu erblicken. Weder ist eine interne Preis- und Kosten-senkung noch eine Schrumpfung der Einkommen nötig. Infolgedessen braucht daher auch nicht unbedingt Arbeitslosigkeit aufzutreten. Andererseits ist jedoch hervorzuheben, daß die expansiven Impulse, die von einem Aufschwungsvorsprung des Auslandes ausgehen, ebenfalls nicht auf die eigene Wirtschaft übertragen werden.

In institutioneller Hinsicht unterscheidet sich ein solches nationales Währungssystem von der Goldwährung dadurch, daß die Schöpfung von Noten- und Kreditgeld unabhängig von jeder Goldreserve und ihren Veränderungen erfolgt. Der Goldbestand hat lediglich noch die Funktion, als Zahlungsbilanzreserve zu dienen. Die Notenbank braucht keine Verpflichtung mehr einzugehen, ihre Noten in einem festen Verhältnis gegen gemünztes oder ungemünztes Gold einzulösen, noch das Gold zu einem im voraus festgesetzten Preis anzukaufen, wenn es ihr angeboten wird. Die Noten der monetären Zentralstelle sind intern gesetzliches Zahlungsmittel und werden bei zweckmäßiger Kreditpolitik als solches vom Publikum verwendet und anerkannt. Wohl kann der Wert der Währungseinheit in Gold festgelegt sein und eine Parität zum Golde bestehen, die aber jederzeit durch Entscheidung der monetären Zentralstelle geändert werden kann. Dies braucht jedoch nicht der Fall zu sein. Die Festsetzung einer Goldparität wird aber den internationalen Zahlungsverkehr erleichtern.

1. Kapitel

Die Vorschläge von Lord Keynes zur Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen¹

Als erster hat Lord Keynes erkannt, daß nach dem Ersten Weltkrieg die währungspolitische Lösung nicht in einer Rückkehr zur

¹ Wir werden uns hier nur mit den Vorschlägen von Lord *Keynes* befassen, wenn auch andere Namen, besonders was die Frage der Gestaltung der Wechselkurse anbelangt, Erwähnung verdienen: *D. Graham, Ch. R. Whittlesey* und *L. L. B. Angas*, Vgl. hierzu *F. D. Graham and Whittlesey Ch. R.*: *Fluctuating Exchange Rates, Foreign Trade and the Price Level*. In *A. E. R.*, Bd. XXIV, Sept. 1934; *L. L. B. Angas*: *The Problems of the Foreign Exchanges*, London, 1935; *Ch. R. Whittlesey*: *International Monetary Issues*, New York 1937. Es sind jedoch die Veröffentlichungen von Lord *Keynes* gewesen, die den Ideen des monetären Nationalismus zum Durchbruch verhelfen. Er ist der erste gewesen, der das währungspolitische Ziel stabiler Wechselkurse in Frage stellte.

Goldwährung gesucht werden könne, sondern daß der veränderten wirtschaftlichen Lage Rechnung getragen werden müsse. Die klassische Goldwährung sowie ihre enge Verbindung mit den Konzeptionen der klassischen Wirtschaftstheorie und ihrer Laissez-faire-Haltung gegenüber der Wirtschaftspolitik war einer der hauptsächlichsten Gegenstände seiner Kritik. In seinem ersten Buch: *Indian Currency and Finance*,¹ trat er bereits klar für die Vorteile der Golddevisenwährung gegenüber den verschiedenen Formen der klassischen Goldwährung ein. Nach dem Ersten Weltkriege sah er in seinem Buch: *A Tract on Monetary Reform*,² die Lösung nicht in der Rückkehr zu einer der verschiedenen Formen der Goldwährung, sondern in der Schaffung von nationalen Währungssystemen, die eine Währungspolitik im Dienste der internen wirtschaftlichen Stabilität gestatten. Das äußere Gleichgewicht soll durch die Änderungen der Wechselkurse erhalten werden. In allen seinen späteren Schriften und Veröffentlichungen blieb der in diesem Werk entwickelte Grundgedanke auf dem Gebiet der Wechselkurspolitik unverändert, wenn Keynes sich auch in seinen späteren Veröffentlichungen mehr mit der einen oder anderen Schwierigkeit in der Befolgung einer Politik variabler Wechselkurse befaßte. So änderte er seine Vorschläge, wie die Wechselkurse auf kürzere Frist stabil gehalten werden könnten, oder baute sie weiter aus; er betonte, daß die Änderungen der Wechselkurse nicht nur eine Angelegenheit des betreffenden Landes seien; ferner erschien ihm nicht mehr die Stabilhaltung der Preise, sondern die Stabilhaltung der Löhne als das erste Ziel der internen Währungspolitik. Unter dem Eindruck der Erfahrungen der dreißiger Jahre erkannte er schließlich, daß man von den extremen Auffassungen des monetären Nationalismus abrücken und zu einem gewissen Grad an Zusammenarbeit auf monetärem Gebiet zurückfinden müsse. Sein Beitrag, den neuen währungspolitischen Konzeptionen zum Durchbruch zu verhelfen, ist entscheidend gewesen und aus der Geschichte der neueren Währungstheorie nicht wegzudenken. Auf dem Gebiet der Wechselkurspolitik wies er neue Wege, stellte als erster das Ideal langfristig stabiler Wechselkurse in Frage und befürwortete variable Wechselkurse, machte jedoch gleichzeitig praktische Vorschläge zur Verhinderung allzu häufiger Änderungen der Wechselkurse.

¹ J. M. Keynes: *Indian Currency and Finance*, London 1913.

² J. M. Keynes: *A Tract on Monetary Reform*, London 1923.

Im *Tract on Monetary Reform* wies Keynes auf die strenge Alternative hin, die zwischen der Stabilhaltung der Kaufkraft des Geldes und der Stabilhaltung der Wechselkurse bestehe. Die entscheidende Frage für ihn war: Ist es wichtiger, die Kaufkraft oder den Wert einer Währung, ausgedrückt in ausländischen Währungseinheiten, stabil zu halten? (S. 141).

Beide Ziele zu verfolgen sei nicht möglich. Verändert sich das außerhalb der Kontrolle eines einzelnen Landes befindliche äußere Preisniveau, so muß die Anpassung entweder über das interne Preisniveau oder über die Wechselkurse erfolgen, wenn eine Störung des Gleichgewichts der Zahlungsbilanz verhindert werden soll¹ (S. 159). Entgegen der damals herrschenden Auffassung betonte Keynes, daß die Stabilität der Preise im Vordergrund zu stehen habe.² Nur so könne die interne monetäre Unabhängigkeit gewahrt und die interne Wirtschaft bei Auftreten eines Defizits der Zahlungsbilanz vor deflationären Tendenzen geschützt werden. Obschon die Wahl nicht für alle Länder die gleiche sei und wesentlich von der relativen Bedeutung des Außenhandels abhängt, so scheine doch in fast allen Fällen die Entscheidung zugunsten einer Politik der Stabilität der Preise zu treffen sein (S. 155). Die Wechselkurse sollen somit in der Weise gehandhabt werden, daß das äußere Gleichgewicht erhalten werden kann, während intern die Diskont- und Kreditpolitik ausschließlich in den Dienst einer Politik zur Stabilhaltung der Preise gestellt wird. Das Angebot an Noten- und Kreditgeld soll so geregelt werden, daß die Preise stabil bleiben (S. 177). Keynes erkannte aber auch, daß auf kurze Frist eine Stabilität der Wechselkurse erwünscht sei, da diese auf vorübergehende Störungen oft zu heftig reagieren (S. 159). Dies möchte Keynes nach Möglichkeit vermeiden und die Vorteile, die der Goldstandard in dieser Hinsicht bot, bewahren, ohne sich jedoch auf dessen Prinzipien festzulegen.

Die Hauptfrage für ihn war daher: Wie kann eine Politik stabiler Preise mit weitgehend stabilen Wechselkursen vereinbart werden?

¹ Dieser etwas rohen Formulierung liegt die Annahme der Richtigkeit der Kaufkraftparitätentheorie zugrunde, von der Keynes damals überzeugt war.

² Mit Ausnahme vielleicht von *Irving Fisher* war *Keynes* der erste der modernen Autoren, der auf die Antinomie zwischen interner und externer Stabilität hinwies und die Änderung der Wechselkurse vorschlug. Änderungen der Wechselkurse waren allerdings schon früher im Laufe der Bullionist Controversy, auf die in der Einleitung hingewiesen wurde, von verschiedenen Autoren vorgeschlagen worden.

(S. 191). Dies soll durch die Festlegung eines Goldankaufs- und Goldverkaufspreises seitens der Zentralbank erfolgen, jedoch mit einer größeren Marge, als zwischen den Goldpunkten bei Goldwährung bestand (S. 192). Goldankaufs- und Goldverkaufspreis sollen nur im Falle eines Defizites der Zahlungsbilanz, das die langfristige Stabilität der Preise bedroht, geändert werden. Auf kurze Frist soll die Stabilität der Wechselkurse durch Trennung der Banknotenausgabe von der Goldreserve sichergestellt werden. Es sei Funktion des Goldes, lediglich als Zahlungsbilanzreserve zu dienen (S. 197).

Auch in seinem Buch: *A Treatise on Money*,¹ übte Keynes scharfe Kritik an der Goldwährung. Die Befolgung ihrer Spielregeln verlange oft von einem einzelnen Lande härtere Opfer als ein nationales Währungssystem (Bd. II, S. 299). Von der Annahme ausgehend, daß bei Entstehung eines Zinsgefälles internationale Kapitalbewegungen auftreten würden, sah er den großen Nachteil der Goldwährung in der Verunmöglichung einer autonomen Zinspolitik zum Zwecke der Erhaltung des internen Gleichgewichts (hier definiert als Gleichgewicht zwischen Sparen und Investieren) (Bd. II, S. 302–328). Bei Durchführung der Politik des «billigen Geldes» würden sofort Kapitalbewegungen nach jenen Ländern einsetzen, in denen höhere Zinssätze vorherrschen. Keynes empfiehlt daher eine Kontrolle der langfristigen ertragsorientierten Kapitalbewegungen. Änderungen der Wechselkurse über die erweiterten Goldpunkte hinaus erachtet Keynes jedoch nicht als notwendig, wohl in der Annahme, daß sein Plan zur Schaffung einer übernationalen Bank, mit der Aufgabe, die internationale Stabilität des Goldwertes zu garantieren und in Verbindung mit direkten Kontrollen des internationalen Kapitalverkehrs, genügen würde, der internen Währungspolitik die notwendige Unabhängigkeit zu gewähren.

Nach dem Zusammenbruch der Goldwährung im Jahre 1931 betonte Keynes jedoch wieder die Notwendigkeit variabler Wechselkurse auf lange Frist. Unter dem Eindruck der Erfahrungen anfangs der dreißiger Jahre, als Änderungen der Wechselkurse sehr häufig als aggressive Maßnahme angewandt wurden, ein Vorgehen, das Keynes als Mißbrauch der Politik variabler Wechselkurse bezeichnete, empfahl er nun mit größerem Nachdruck die Notwendigkeit einer inter-

¹ J. M. Keynes: *A Treatise on Money*. Bd. I und II, London 1930.

nationalen Zusammenarbeit auf monetärem Gebiet. In dem Buch: *The Means to Prosperity*,¹ entwickelte er einen Plan zur Ausgabe von internationalen Goldzertifikaten, welchen man in gewissem Sinne als Vorläufer der späteren Clearing Union bezeichnen kann. Nach diesem Plan sollen die verschiedenen Länder zu einer de facto Stabilität der Wechselkurse übergehen, die aber, ähnlich wie ein Diskontsatz, geändert werden könnten. Eine Marge von 5 % zwischen den Goldpunkten würde eine angemessene Unabhängigkeit der internen Diskont- und Kreditpolitik entsprechend den nationalen Erfordernissen gewährleisten. Die Wechselkurse sollten nur zur Abwehr der Wirkungen von Schwankungen des äußeren Preisniveaus auf das interne Preisniveau geändert werden. Eine Änderung der Wechselkurse aus anderen Gründen dürfe nicht gestattet sein. Auf keinen Fall sollen Änderungen der Wechselkurse dazu mißbraucht werden, den Beschäftigungsgrad im eigenen Land über eine Verbesserung der Handelsbilanz zu steigern.

Im Jahre 1935 in einem Artikel: *The Future of the Foreign Exchanges*,² trat Keynes erneut für die Stabilität der Wechselkurse auf kurze Frist und ihre Variabilität auf lange Frist ein. Von dem damaligen Zustand ausgehend, daß Wechselkurse vielfach durch handelspolitische und devisenpolitische Maßnahmen auf einem künstlichen Niveau stabilisiert würden, sei das erste Erfordernis zur Herstellung einer de-facto Stabilität der hauptsächlichsten Währungen, daß die Ausgangskurse sich in einem vernünftigen Gleichgewicht befänden. Dies könne nur über eine Versuchsperiode erreicht werden, in der die Wechselkurse vollkommen den Einflüssen von Angebot und Nachfrage überlassen werden sollten, bis sie ein Niveau gefunden hätten, das ein Gleichgewicht der Zahlungsbilanz ermögliche. Erst dann sollen die Wechselkurse festgelegt werden (S. 528/29). Änderungen der Wechselkurse sollen dann nur noch zur Beseitigung eines tiefsitzenden (deep-seated) Ungleichgewichts der Zahlungsbilanz erfolgen (S. 532). Eine solche Änderung dürfe aber nur nach eingehender Prüfung der Ursachen des Ungleichgewichts vorgenommen werden. Welches aber nun die Kriterien eines tiefsitzenden Ungleichgewichts sind, darüber äußert sich Keynes nicht näher. Er drückt nur sein Mißtrauen gegen eine im vor-

¹ J. M. Keynes: *The Means to Prosperity*, London 1933.

² J. M. Keynes: *The Future of the Foreign Exchanges*. In *Lloyds Bank Limited Review*, Oktober 1935, S. 528–534.

aus fertige (cut and dried) Formel aus (S. 534). Auf keinen Fall dürfe versucht werden, ein tiefsitzendes Ungleichgewicht durch Maßnahmen der Diskontpolitik zu beseitigen. Eine Änderung des Diskontsatzes könne in der Beseitigung eines solchen Ungleichgewichts nur über Arbeitslosigkeit und Reduktion der Nominallöhne erfolgreich sein (S. 533). Erste Bedingung für die Erhaltung der Stabilität der Wechselkurse auf kurze Frist sei, daß jedes Land, im Verhältnis zu seiner Größe und zu seiner wirtschaftlichen Bedeutung, über genügend Gold verfüge. Zu diesem Zwecke sieht Keynes die Schaffung eines Ausgleich-Goldfonds bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vor. Weiter fordert Keynes für die Erhaltung der Stabilität der Wechselkurse auf kurze Frist die Erweiterung des Abstandes zwischen den Goldpunkten, die Beteiligung der Zentralbanken am Devisentermingeschäft, das Goldmonopol in den Händen der Zentralbanken und die Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs (S. 529–532).¹

In seinem Hauptwerk: *The General Theory of Employment Interest and Money*,² wendet sich Keynes wiederum gegen eine Politik dauernd stabiler Wechselkurse und gegen die Anwendung der Diskontpolitik zur Beseitigung eines langfristigen Ungleichgewichts der Zahlungsbilanz. Durch eine solche Politik würde eine autonome Diskontpolitik, die die Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung zu sichern hat, unmöglich. Da Keynes sich in diesem Werk jedoch hauptsächlich mit den Maßnahmen zur Erhaltung der Vollbeschäftigung in einer geschlossenen Volkswirtschaft befaßte, blieb es jenen Autoren, die auf das Keynes'sche Werk aufbauten, überlassen, die internationalen Schwierigkeiten einer Vollbeschäftigungspolitik zu untersuchen. Klarer als bei Keynes wurden von ihnen die Einflüsse der Veränderungen der verschiedenen Zahlungsbilanzposten auf Volkseinkommen und auf Beschäftigungsgrad herausgearbeitet.³

¹ Es ist zu bemerken, daß Keynes, im Gegensatz zu seiner Haltung im Tract on Monetary Reform, die Kaufkraftparitätentheorie zur Bestimmung des Gleichgewichtswechselkurses jetzt radikal ablehnt: «No one puts now faith in the famous „purchasing power parity“ theory of the foreign exchanges...» (S. 528).

² J. M. Keynes: *The General Theory of Employment Interest and Money*, London 1936.

³ Um die Keynes'schen Ideen in Fragen der Wechselkurspolitik zusammenzufassen, erscheint es angebracht, eine briefliche Stellungnahme Keynes aus dem Jahre 1936 wiederzugeben, zumal er später nur wenig zu den bisherigen Vorschlägen hinzufügte (Antwortbrief an W. Lück vom 13. Oktober 1936, Übersetzung nach Lück, Dissertation: Monetäre Unabhängigkeit, Leipzig 1939, S. 49):

2. Kapitel

Die ablehnende Haltung der neoliberalen Autoren gegenüber autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen

Die Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen, bei denen die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts den Änderungen der Wechselkurse überlassen bleibt, wurde von neoliberaler Seite einer heftigen Kritik unterzogen. Nach der Auffassung der neoliberalen Autoren hat der Zusammenbruch der Goldwährung zu Beginn der dreißiger Jahre und ihre Ersetzung durch nationale Währungssysteme die Tiefe der Weltwirtschaftskrise nur noch verstärkt. Durch die Aufgabe der Goldwährung wurde das Ende der Weltwirtschaft beschleunigt und die Aufspaltung der Welt in nationale Wirtschaftseinheiten unaufhaltsam. Da sie aber in der Wiederherstellung einer freien Weltwirtschaft, die auf dem Marktmechanismus beruht, eine der ersten Voraussetzungen zur Überwindung der Weltwirtschaftskrise sahen, kam auf monetärem Gebiet nur eine dieser Wirtschaftsordnung entsprechende internationale Währungsordnung in Betracht.

Ihre Kritik richtete sich nicht nur gegen die Auffassungen des monetären Nationalismus, die in der zweiten Hälfte der dreißiger Jahre, insbesondere unter dem Einfluß der Schriften von Lord Keynes, immer mehr an Verbreitung gewannen, sondern auch gegen die Versuche, ein internationales Zahlungssystem auf der Basis des Goldes wieder-

-
1. Im allgemeinen verbleibe ich bei unabhängigen Systemen mit schwankenden Wechselkursen.
 2. Wenn jedoch nicht eine lange Periode betrachtet wird, braucht es keinen Grund zu geben, warum die Wechselkurse in der Praxis ständig schwanken sollten.
 3. Da gewisse Vorteile in ihrer Stabilität liegen als auch darin, soviel wie möglich im voraus zu wissen, was sich wahrscheinlich ereignen wird, bin ich völlig für praktische Maßnahmen für eine de-facto-Stabilität der Wechselkurse, so lange es keine fundamentalen Gründe für eine abweichende Politik gibt.
 4. Ich würde, um praktische Übereinstimmung zu erreichen, sogar so weit gehen, gewisse Sicherheiten in bezug auf den Umfang der Schwankungen zu geben, welche normalerweise erlaubt sein sollen. Ich möchte aber keine absolute Bindung eingehen. Der Umfang der Schwankungen, welcher annehmbar wäre, würde von den besonderen Umständen eines Landes abhängen; vorausgesetzt aber, daß es keine wirkliche Bindung gibt, denke ich, daß unter den meisten gewöhnlichen Umständen ein Spielraum von 10 Prozent sich als ausreichend erweisen dürfte.
 5. Ich möchte betonen, daß die Durchführbarkeit der Stabilität abhängt:
 - a) von Maßnahmen zur Kontrolle der Kapitalbewegungen, und
 - b) von parallelen allgemeinen Lohnbewegungen in den verschiedenen Ländern.

aufzubauen. Jeder Versuch einer formalen Rückkehr zum Goldstandard muß nach ihrer Auffassung zum Scheitern verurteilt sein; erst nach Überwindung der Ideen der neuen Philosophie könnten die Grundlagen für ein neues, stabiles, internationales Zahlungssystem geschaffen werden.¹ Außerdem würde die Rückkehr zu einem internationalen Zahlungssystem so lange unmöglich bleiben, als die Schaffung der erforderlichen internationalen, monetären Autorität ein utopischer Traum bleibe. Ein internationaler Zahlungsmechanismus, wie es die Goldwährung darstelle, würde daher die beste Lösung bleiben. Nur diese Währungsordnung schaffe Regeln, nach denen die verschiedenen Länder sich in ihrer Geld- und Kreditpolitik zu richten haben. Eine gewisse Voraussicht über die Entwicklung der Geld- und Kreditpolitik in den verschiedenen Ländern sei somit gegeben. Bei Bestehen von nationalen Währungssystemen bleibe ein einzelnes Land stets den unerwünschten und oft gefährlichen Einflüssen der Entwicklung der Geld- und Kreditpolitik anderer Länder ausgesetzt, da eine Isolierung von diesen Einflüssen unmöglich sei. Zweifelsohne könnten die Spielregeln der Goldwährung verbessert werden. Hierzu müsse in erster Linie die Grundidee der Goldwährung wieder erkannt werden.² Das währungspolitische Ziel der neoliberalen Autoren bleibt somit eine Rückkehr zur Goldwährung, wenn auch einzelne von ihnen der Auffassung sind, daß gewisse Änderungen notwendig sein werden. So vertritt z.B. Hayek³ den 100-%-Plan oder Chicago-Plan, der, durch Ausschaltung des Kreditüberbaus, die Schwankungen der Geldmenge vermindern soll.⁴ Für Lutz ist die wesentliche Voraussetzung einer Rückkehr zur Goldwährung die Wiederherstellung ihrer Funktionsbedingungen,⁵ die jene einer freien Marktwirtschaft sind. Allein die Anerkennung der Prinzipien einer freien Marktwirtschaft würde die Goldwährung als internationale Währungsordnung wieder funktionsfähig machen. Die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts hat, nach

¹ «Nothing would be more fatal from a long run point of view than if the world attempted a formal return to the gold standard before people had become willing to work it. . . » Vgl. *F. A. v. Hayek: Monetary Nationalism and International Stability*. Einleitung, S. XIII.

² Vgl. *F. A. v. Hayek: Ibid.* S. 94.

³ *Ibid.* S. 81 und folgende.

⁴ Über Einzelheiten des 100%-Planes vgl. *H. C. Simons: Rule versus Authority in Monetary Policy*, *Journal of Political Economy*, Bd. 44, Februar 1936.

⁵ Vgl. *F. A. Lutz: Goldwährung und Wirtschaftsordnung*, *Ww. Archiv*, Bd. 41, 1935, S. 224-251.

Auffassung dieser Autorengruppe, weiterhin durch Inflations- oder Deflationspolitik zu erfolgen. Was die Wechselkurspolitik anbetrifft, so bleiben fixe Wechselkurse, die nur innerhalb enger, durch die Goldpunkte bestimmte Grenzen, schwanken können, das Ideal. Vorschläge, wie jene von Lord Keynes, die Goldpunkte auseinanderzurücken, den Kurs für Termindesisen durch die Zentralbanken regeln zu lassen und dem Wechselkursmechanismus einen größeren Spielraum einzuräumen, werden von ihnen abgelehnt.¹ Den sozialen Folgen jedoch, welche unter den heutigen wirtschaftlichen Verhältnissen im Falle einer Deflationspolitik auftreten würden, wird nur wenig Beachtung geschenkt. Diese Autoren machen sich auch hier jener sozialen Indifferenz schuldig, die so oft ihren wirtschaftspolitischen Vorschlägen anhaftet. Was ihre Argumente gegen eine Änderung der Wechselkurse anbetrifft, so verneinen sie kategorisch, daß ein einzelnes Land sich durch Wechselkursänderungen vor einer äußeren Depression schützen könne. Ihr Hauptargument gegen jede Änderung der Wechselkurse ist das Auftreten von Störungen der internen Preisstruktur, welche die Beseitigung des äußeren Ungleichgewichts unmöglich machen müssen. So würde eine Abwertung die Gefahr einer Inflation, eine Aufwertung dagegen die Gefahr einer Deflation entstehen lassen. Wenn auch nicht abgestritten werden kann, daß diese Gefahr besteht, so ist sie doch kaum ein überzeugendes Argument gegen das Prinzip variabler Wechselkurse. Wir werden später sehen, daß dies nur unter besonderen Umständen der Fall ist und sehr wohl durch geeignete Maßnahmen verhindert werden kann.

Im folgenden sollen die rein theoretischen Argumente einiger neo-liberaler Autoren, insbesondere von Robbins und v. Hayek, gegen eine Politik variabler Wechselkurse dargestellt werden. Sowohl Robbins als auch v. Hayek wenden sich in ihrer Kritik nicht gegen eine bestimmte Art der Wechselkursgestaltung – gegen eine Politik fluktuierender oder eine Politik variabler Wechselkurse – sondern gegen das Prinzip beweglicher Wechselkurse überhaupt.

In seinem Buch: *Economic Planing and International Order*,² sah Robbins in der Starrheit der Löhne das Haupthindernis, das sich einer Deflationspolitik im Falle eines Zahlungsbilanzdefizits entgegenstellt. Diese Starrheit der Löhne sei auf staatliche Eingriffe und auf andere

¹ Vgl. F. A. Lutz: Ibid. S. 249.

² L. Robbins: *Economic Planing and International Order*, London 1937.

Maßnahmen antiliberalen Charakters zurückzuführen (S. 285). Er gibt aber zu, daß selbst unter liberalen Institutionen die Beseitigung einer Störung des Zahlungsbilanzgleichgewichts durch Änderung der Wechselkurse schneller und leichter vor sich gehen dürfte, als mit Hilfe einer Deflationspolitik. Vor allem vom sozialen Gesichtspunkt erscheine der Ausgleich der Zahlungsbilanz durch Wechselkursänderungen vorteilhafter, obschon in diesem Fall eine Anpassung der Real-löhne erfolgen müßte (S. 285). Außerdem sei es fraglich, ob eine Änderung der Wechselkurse das Gleichgewicht der Zahlungsbilanz wieder herstellen kann. Wenn eine Abwertung stattfindet und die Preise der Importgüter (ausgedrückt in inländischer Währung) steigen, so werden die Arbeiter sofort höhere Lohnforderungen geltend machen, was zu inflationären Tendenzen führt, die auf das gesamte interne Preisgefüge übergreifen und die Wirkungen der Abwertung auf die Zahlungsbilanz aufheben (S. 286). Auch werden variable Wechselkurse, selbst bei Ausschaltung kurzfristiger Schwankungen durch Devisentermingeschäfte, Außenhandel und internationalen Kapitalverkehr stören und einschränken (S. 287). Jedoch selbst wenn diesen Wirkungen einer Änderung der Wechselkurse keine ausschlaggebende Bedeutung beigemessen und angenommen wird, daß sie trotzdem das äußere Gleichgewicht wiederherstellt, so wird es stets fraglich bleiben, ob in einer Welt, in der autonome nationale Währungssysteme vorherrschen und die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch Wechselkursänderungen erfolgt, diesen Änderungen überhaupt noch Gleichgewichtstendenzen inhärent sind (S. 288). Theorie und Erfahrung deuten vielmehr darauf hin, daß Änderungen der Wechselkurse unter diesen Umständen zur Ursache von neuen Störungen werden und bestehende Ungleichgewichte nicht beseitigen, sondern vergrößern, was schließlich zu direkten handelspolitischen Maßnahmen und Kontrollen des internationalen Kapitalverkehrs führen muß (S. 36). Auch ein Währungsausgleichfonds dürfte machtlos sein, wenn eine starke Kapitalfluchtbewegung in einer Richtung einsetzt. Früher oder später muß er seine Bemühungen, die Wechselkurse zu stabilisieren, aufgeben und zu direkten Maßnahmen Zuflucht nehmen (S. 36). Außerdem haben Änderungen der Wechselkurse, durch ihre teils inflationären, teils deflationären Wirkungen auf das interne Preisgefüge, Änderungen der Liquiditätsvorliebe des Publikums zur Folge, die unter Umständen ein finanzielles Chaos verursachen (S. 288).

Allerdings gibt Robbins zu, daß eine Änderung der Wechselkurse wohl die geeignete Maßnahme zur Beseitigung einer Störung des äußeren Gleichgewichts im Falle von Rohstoff- oder kleineren Ländern sein kann, deren relativer Anteil am Welthandel unbedeutend ist. Wesentlich ist aber, daß die Wechselkurse der anderen Länder unverändert bleiben. Die Bewegungen der Wechselkurse werden in dem betreffenden Lande an einem Punkte zur Ruhe kommen, der auf Grund der internen und externen Preisverhältnisse vor Eintritt der Störung vorausgesagt werden kann (S. 288). Jedoch eine ähnliche Entwicklung zu erwarten, wenn Wechselkursänderungen allgemein als Methode zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts angesehen werden, wäre nur bei Ausbleiben von Änderungen des internen Preisgefüges möglich. Ändern sich die Wechselkurse der bedeutenden am Welthandel beteiligten Länder, so werden die Weltmarktpreise erschüttert, und die internen Preisniveaus, zwischen denen die Wechselkurse ein Gleichgewicht herstellen sollen, geraten dann selbst in Bewegung. Variable Wechselkurse werden somit zu einem neuen aktiven Störungsfaktor, und Gleichgewichtstendenzen sind ihnen kaum noch inhärent (S. 289). Auf keinen Fall dürfen sie daher als generelle Methode zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts in ein Währungssystem eingebaut werden (S. 293).

Auch v. Hayek lehnt in seinem Buch: *Monetary Nationalism and International Stability*,¹ Änderungen der Wechselkurse, als generelle Methode zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts, scharf ab (S. 72).

1. Im Falle von autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen fehlt jede rationale Basis für die Regulierung der Geldmenge in den verschiedenen Ländern.

2. Ein einzelnes Land kann sich durch Wechselkursänderungen kaum von den Wirkungen einer äußeren Depression isolieren.

3. Änderungen der Wechselkurse werden ein bestehendes äußeres Ungleichgewicht nicht beseitigen, sondern zur Ursache von neuen Störungen der internationalen Stabilität werden.

Um die Wirkungen einer Wechselkursänderung auf die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts zu untersuchen, geht Hayek von einer Nachfrageverschiebung zuungunsten des Inlandes aus, die als blei-

¹ F. A. v. Hayek: *Monetary Nationalism and International Stability*, London 1937.

bend angesehen werden muß.¹ Eine Abwertung zum Zwecke der Wiederherstellung des Gleichgewichts wird über die Änderung der relativen Import- und Exportgüterpreise zu einer Steigerung der Einkommen und der internen Preise führen. Die Nachfrage nach Substitutionsgütern zu bisher eingeführten Gütern wird steigen. Infolgedessen werden Tendenzen zur Steigerung der Preise dieser Güter und zur Steigerung der Einkommen in den betreffenden Industrien einsetzen. Weiter werden sich die Absatzmöglichkeiten und Gewinnaussichten jener Exportindustrien, die nicht durch die anfängliche Nachfrageverschiebung betroffen wurden, erhöhen. Auch hier werden Tendenzen zur Steigerung der Einkommen und schließlich zur Steigerung der Preise der Erzeugnisse dieser Industriezweige einsetzen. Eine allgemeine Zunahme der inländischen Preise und Einkommen wird das Ergebnis sein, die kaum durch den Rückgang der Preise und Einkommen in den Industrien, welche durch die anfängliche Nachfrageverschiebung betroffen wurden, kompensiert wird.²

Im Ausland, das durch die Nachfrageverschiebung gewinnt, werden die Produzenten, denen die Nachfrageverschiebung unmittelbar zugute kommt, finden, daß infolge des Preisfalles der ausländischen Währung, die Zunahme ihrer Einnahmen, in nationaler Währung ausgedrückt, nicht so groß sein wird, als es der Zunahme ihrer Verkäufe, in ausländischer Währung ausgedrückt, entspricht. Die übrigen Exportindustrien werden einen tatsächlichen Rückgang ihrer Einnahmen erfahren. Ferner werden die einheimischen Industrien, deren Produkte mit den nun billigeren Importprodukten im Wettbewerb stehen, ihre Preise herabsetzen müssen und ihr Einkommen wird sinken. Vorausgesetzt, daß beide Länder ihr Preis- und Einkommensniveau mög-

¹ Wenn Hayek – wie übrigens auch Robbins – in seiner Widerlegung des Prinzips variabler Wechselkurse als generelle Methode zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts hier von der Situation ausgeht, daß ein äußeres Ungleichgewicht durch eine Nachfrageverschiebung entstanden ist – es sich also um ein strukturelles Ungleichgewicht handelt – so geschieht dies nur der Beweisführung wegen. Es muß hervorgehoben werden, daß die neoliberalen Autoren sich damals jeder Wechselkursänderung, ob zur Beseitigung eines Ungleichgewichts, das seine Ursache in einer verschiedenen konjunkturellen Entwicklung hatte, oder ob zur Beseitigung eines strukturellen Ungleichgewichts, ablehnten. In der damaligen Diskussion aber hatte man vor allem den ersteren Fall vor Augen.

² «More is being spent on home goods and this together with the increased profitability of those export industries, which have not been adversely affected by the initial change, will tend to bring about a rise of all prices except those, which are affected by the decreased demand from the declining industry and from the people who draw their income from it.» Hayek: Ibid. S. 39.

lichst stabil halten wollen, werden diese Preisreduktionen, die im Falle einer internationalen Währungsordnung in den Industrien und in dem Lande, das unmittelbar von der anfänglichen Nachfrageverschiebung betroffen wurde, stattgefunden hätten, bei einem unabhängigen nationalen Währungssystem in jenem Lande, das durch die anfängliche Nachfrageverschiebung gewann, und in jenen Industrien, die nicht unmittelbar durch sie betroffen worden sind, erfolgen müssen (S. 42). Dieser Ablauf scheint nun aber sehr unrealistisch. Es ist zwar anzunehmen, daß man, um einen starken Preisfall in einer Industrie auszugleichen, die anderen Preise ansteigen läßt; daß aber die Preise in dem anderen Land gesenkt werden, um ein starkes Steigen der Preise in einer Industrie auszugleichen, ist kaum wahrscheinlich. Es wird eher so sein, daß zwar das Preisniveau in dem Lande, das durch einen Nachfragerückgang betroffen wurde, konstant gehalten werden kann, im anderen aber ansteigen wird. Werden nun Änderungen der Wechselkurse als generelle Methode zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts angesehen, so wird die Gefahr inflationärer Tendenzen stets vorhanden sein, welche ihrerseits zu neuen Störungen des internationalen Gleichgewichts führen (S. 42/43). Hayek sieht also die Gefahr autonomer nationaler Währungssysteme mit variablen Wechselkursen hauptsächlich in den inhärenten inflationären Tendenzen, welche die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch Wechselkursänderungen schließlich unmöglich machen müssen.

Ähnlich wie Robbins gibt auch Hayek zu, daß es Ausnahmefälle gibt, welche eine Änderung des Wechselkurses rechtfertigen, da hier die Beseitigung eines Zahlungsbilanzdefizites durch Lohn- und Einkommensenkungen zu unnötigen Härten führen muß. Trotz diesen Ausnahmen sollen Wechselkursänderungen jedoch niemals als generelle Methode zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts befürwortet werden (S. 46). Hayek wendet sich daher scharf gegen die damals allgemein vorherrschende Auffassung, die sich auf die günstigen Erfahrungen der englischen Abwertung im Jahre 1931 stützte, man könne durch Änderungen der Wechselkurse alle jene Schwierigkeiten umgehen, die auf die Starrheit der Löhne zurückzuführen sind. Die Möglichkeit der Entstehung inflatorischer und deflatorischer Tendenzen im Falle einer Wechselkursänderung dürfen nicht außer acht gelassen werden (S. 46). Schließlich werden Wechselkursänderungen institutionelle Unterschiede in der Liquiditätsvorliebe beseitigen, was oft einen

plötzlichen Wechsel in der Bereitschaft, eine Geldsorte anstatt eine andere zu halten, verursacht, das heißt Wechselkursänderungen werden zur Ursache von spekulativ bedingten Kapitalbewegungen (S. 85).

Vielleicht wäre es angebracht, in diesem Zusammenhang noch auf die Auffassungen von Wilhelm Röpke einzugehen, die in seinem Buch: *Internationale Ordnung*,¹ dargelegt sind. Jedoch unternimmt dieser Autor keinen Versuch, das Prinzip variabler Wechselkurse mit theoretischen Argumenten abzulehnen, sondern begnügt sich mit mehr allgemeinen Überlegungen. Röpke wünscht die Wiederherstellung der Goldwährung, da sie allein die drei Ideale eines internationalen Zahlungsmechanismus, nämlich Freiheit, Stabilität und Einheit vereint.² Um den Weg zu einer Rückkehr zur Goldwährung zu ebnen, schlägt Röpke die Errichtung eines offenen Währungsblocks vor, durch den zunächst eine stabile Ordnung zwischen den Währungen der wirtschaftlich führenden Länder erreicht werden soll. In dem Maße, wie die Verhältnisse sich festigen, sollen dann andere Länder diesem Block beitreten.³

Was den Positionswechsel der neoliberalen Autoren in der Frage fixer oder variabler Wechselkurse in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg betrifft, und auf den in der Einleitung bereits hingewiesen wurde, so scheint er hauptsächlich durch die Nachkriegssituation bestimmt zu sein.

Wenn die neoliberalen Autoren auch heute für die Beseitigung eines strukturellen Ungleichgewichts eine Änderung der Wechselkurse befürworten, so heißt dies nicht, daß sie unter normalen wirtschaftlichen Verhältnissen eine Änderung der Wechselkurse auch als die geeignete Maßnahme zur Beseitigung eines äußeren Ungleichgewichts ansehen, das seine Ursache in einer verschiedenen Preisentwicklung oder einer verschiedenen konjunkturellen Entwicklung zwischen In- und Ausland hat. In verschiedenen Veröffentlichungen wird der Positionswechsel der neoliberalen Autoren in der Frage der Gestaltung

¹ W. Röpke: *Internationale Ordnung*, Zürich 1945.

² W. Röpke: *Le Rideau de fer monétaire*. In *Revue économique et sociale*, Lausanne, Januar 1950.

³ Vgl. W. Röpke: *Internationale Ordnung*, S. 327. Röpke schließt sich hier dem Plan an, den J. H. Williams (*Currency Stabilization, The Keynes and White Plans, Foreign Affairs*, July 1943) unter der Bezeichnung *Key-country approach* als Gegenvorschlag gegen die angelsächsischen monetären Nachkriegspläne entwickelt hat. Hierzu vgl. weiter G. N. Halm: *International Monetary Cooperation*, New York 1945, Kap. XII.

der Wechselkurse zwar so beurteilt, als ob sie das Ideal langfristig stabiler Wechselkurse aufgegeben hätten.¹ Es dürfte aber kein Zweifel darüber bestehen, daß sie auch heute die Rückkehr zu einer internationalen Währungsordnung mit stabilen Wechselkursen anstreben. Mit Ausnahme vielleicht von Robbins, der auf Grund der Erfahrungen im und nach dem Zweiten Weltkrieg seine Haltung in vielen Fragen der Wirtschafts- und Währungspolitik geändert hat und gegenwärtig nicht mehr als Neoliberaler, sondern eher als Anhänger der Keynes-Schule gelten muß,² wollen diese Autoren aber keine währungspolitische Lösung auf internationaler Basis, die das Bestehen nationaler Währungssysteme als Tatsache voraussetzt, sondern eine solche, die die Merkmale der Goldwährung aufweist. Als eine Alternative zu direkten handels- oder devisenpolitischen Maßnahmen gaben sie zwar den Änderungen der Wechselkurse, als Maßnahme zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts, den Vorzug. Diese Haltung war aber durch die besonderen Verhältnisse der Nachkriegssituation und durch das Bestehen struktureller Ungleichgewichte bestimmt. Ihr Ziel bleibt die Wiederherstellung einer internationalen Währungsordnung mit stabilen Wechselkursen. Man vermißt bei ihnen daher jedes Eingehen auf die konkreten Probleme und Schwierigkeiten, die sich bei Befolgung einer Politik variabler Wechselkurse ergeben. Der Frage, wie kurzfristige Schwankungen der Wechselkurse vermieden und langfristige Schwankungen gemildert werden können, wird von ihnen wenig Beachtung geschenkt. Für sie ist daher auch die Konvention von Bretton-Woods, die eine Politik langfristig variabler Wechselkurse befürwortet, keine ideale Lösung. Einige von ihnen, so etwa Lutz, vertreten ihr gegenüber den sogenannten Commodity-Reserve-Plan, der von Benjamin Graham und Professor Frank D. Graham entwickelt wurde. Das Prinzip, auf dem der Plan beruht, ist das gleiche wie das der Goldwährung. Hier gibt es aber nicht nur eine Ware mit einem festen Preis, sondern ein ganzes Bündel. Obschon der Plan noch einer genauen Durchdenkung, vor allem in bezug auf seine internationalen Auswirkungen und

¹ «The idea of deliberate regulation by such means as import restrictions and quantitative programmes is peculiarly repellent to all price-system ideologues, except as a strictly temporary expedient. For normal conditions they feel it essential to find a new automatic regulator; yet none appears to be available, other than exchange-rate variations. An optimistic view of their efficacy has become accordingly for many a necessity of the logic of their position.» Vgl. Sir *Hubert Henderson*: *The Function of Exchange Rates*, Oxford Economic Papers, Bd. 1, 1949, S. 5.

² *L. Robbins*: *The Economic Problem in Peace and War*, London 1947.

auch auf das Problem der Wechselkurse bedürfe, so sei der Grundgedanke des Plans, wonach ein automatischer Mechanismus geschaffen werden soll, der besser arbeitet als die Goldwährung, nach Meinung von Lutz richtig.¹

III. ABSCHNITT

Die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch Wechselkursänderungen

In diesem Abschnitt sollen die theoretischen Fragen und Probleme behandelt werden, die sich bei Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch Wechselkursänderungen ergeben.

1. Kapitel

Die verschiedenen Möglichkeiten der Wechselkursgestaltung

Bei einem autonomen nationalen Währungssystem ohne feste Wechselkurse kann man grundsätzlich zwischen einer Politik fluktuierender oder schwankender Wechselkurse und einer Politik variabler Wechselkurse unterscheiden. Bei einer Politik fluktuierender Wechselkurse sind Änderungen der Wechselkurse jederzeit möglich; bei einer Politik variabler Wechselkurse sollen die Wechselkurse auf kurze Frist stabil gehalten werden.

a) Die Politik fluktuierender Wechselkurse

Bei einer Politik fluktuierender Wechselkurse werden die Wechselkurse in ihrer Höhe durch Angebot und Nachfrage auf dem Markt für ausländische Währungseinheiten bestimmt. Sie können entsprechend den täglichen Änderungen der Marktsituation schwanken. Es können daher keine Voraussagen über den Stand der Wechselkurse in der unmittelbaren Zukunft gemacht werden. Auf zwei Arten kann eine Politik fluktuierender Wechselkurse erfolgen:

¹ Vgl. F. A. Lutz: Ibid. S. 228.

1. Bestimmung der Wechselkurse durch einen vollkommen freien Devisenmarkt

Weder die Zentralbank noch eine andere Institution interveniert, um die Wechselkurse auf einem bestimmten Niveau zu stabilisieren oder die kurzfristigen Schwankungen auszuschalten. Die monetäre Zentralstelle unternimmt nichts, um die Angebots- und Nachfragebedingungen auf dem Devisenmarkt zu ändern oder die Gestaltung der Wechselkurse irgendwie zu beeinflussen. Ausländische Währungseinheiten werden von ihr weder zu einem festen Preis angekauft noch verkauft. Jedermann, der ausländische Zahlungsmittel kaufen will, muß sie sich durch den Markt beschaffen. Die Bestimmung der Wechselkurse und das Ausmaß ihrer Schwankungen hängt demnach vollkommen von dem privaten und staatlichen Angebot an und der Nachfrage nach Devisen ab, wie sie sich aus der Situation der Zahlungsbilanz ergeben.

2. Manipulation der Wechselkurse durch Eingriffe der monetären Zentralstelle auf dem Devisenmarkt

Nun dürfte es aber höchst selten der Fall sein, daß die monetäre Zentralstelle die Gestaltung der Wechselkurse dem freien Devisenmarkt überläßt, ohne die Wechselkurse zu manipulieren. Meistens wird eine Politik fluktuierender Wechselkurse in der Weise erfolgen, daß die monetäre Zentralstelle zwar die Bestimmung der Wechselkurse dem freien Devisenmarkt überläßt, sich aber die Möglichkeit offen hält, jederzeit in irgendeiner Form einzugreifen, das Angebot an und die Nachfrage nach Devisen zu beeinflussen, um unerwünschte Fluktuationen der Wechselkurse zu verhindern. Es ergibt sich somit die Situation, daß wohl ein freier Devisenmarkt besteht, auf dem die Wechselkurse jederzeit fluktuieren können, daß aber die monetäre Zentralstelle die Bewegungen der Wechselkurse überwacht und im gegebenen Falle eingreift, ohne sich aber den allgemeinen Entwicklungstendenzen zu widersetzen. So kann sie etwa bei anderen Zentralbanken Devisenkredite aufnehmen, diese Devisen auf dem Markt anbieten, und so ein zu weitgehendes Fallen des eigenen Wechselkurses verhindern. Sie kann auch vermittels direkter devisenpolitischer Maßnahmen eingreifen, wenn das Fallen des eigenen Wechselkurses auf spekulativ bedingte Transaktionen zurückzuführen ist. Es steht voll-

kommen in ihrem Ermessen, welche Eingriffe zu erfolgen haben. Verpflichtungen irgendwelcher Art, den eigenen Wechselkurs auf kürzere oder längere Frist auf einem bestimmten Niveau zu stabilisieren, werden keine eingegangen.

b) Die Politik variabler Wechselkurse

Das Ziel einer solchen Politik ist die Ausschaltung der täglichen Schwankungen der Wechselkurse und ihre Stabilisierung auf kurze Frist auf einem Niveau, das der monetären Zentralstelle erwünscht erscheint, das aber jederzeit durch sie – durch Abwertung oder Aufwertung – geändert werden kann. Die Politik variabler Wechselkurse besteht darin, die Wechselkurse auf kürzere Frist stabil zu halten, sie langfristig jedoch variabel zu gestalten. Eine solche Politik variabler Wechselkurse kann auf zwei Arten durchgeführt werden, wenn wir die Einführung von direkten devisenpolitischen Maßnahmen ausschalten.

Eine Politik variabler Wechselkurse kann erfolgen:

1. Durch Eingriffe der monetären Zentralstelle auf dem Devisenmarkt vermittels eines Währungsausgleichsfonds.

Das Prinzip einer solchen Wechselkurspolitik besteht in der vollkommen elastischen Gestaltung sowohl des Angebots an ausländischen Währungseinheiten als auch des Angebots an Inlandsgeld vermittels Eingriffe der monetären Zentralstelle auf dem Devisenmarkt. Änderungen der Nachfrage nach ausländischen Währungseinheiten von seiten der Importeure oder Änderungen der Nachfrage nach Inlandsgeld von seiten der Exporteure (Änderungen des Angebots an Devisen) werden in ihren Wirkungen auf die Wechselkurse automatisch durch die Eingriffe der monetären Zentralstelle neutralisiert. Werden aus irgendeinem Grunde mehr Devisen nachgefragt, so bietet die monetäre Zentralstelle sie an; im entgegengesetzten Falle kauft sie sie auf. Dabei ist es jedoch nicht unbedingt notwendig, daß die monetäre Zentralstelle es als ihr Ziel ansieht, die Wechselkurse auf kürzere Frist vollkommen stabil zu halten. Unter Umständen mögen auch auf kurze Frist leichte Wechselkursschwankungen erwünscht sein. Die monetäre Zentralstelle kann dann durch ihre Eingriffe auf dem Devisen-

markt die Angebotskurve an und die Nachfragekurve nach Devisen so elastisch gestalten, daß die Wechselkurse nur innerhalb sehr enger Grenzen schwanken können. Der Erfolg solcher Eingriffe auf dem Devisenmarkt hängt natürlich davon ab, daß die monetäre Zentralstelle ständig im Besitz einer genügend großen Reserve an ausländischen und inländischen Währungseinheiten ist, um auch plötzlichen Änderungen der Angebots- und Nachfragesituation begegnen zu können. Zu diesem Zweck wird meistens ein besonderer Reservefonds oder Währungsausgleichsfonds geschaffen, welcher der monetären Zentralstelle direkt unterstellt ist. Die Funktion des Währungsausgleichsfonds wird es sein, kurzfristige Schwankungen der Wechselkurse auszuschalten oder sie in ihrem Ausmaß zu begrenzen. Die Wechselkurse werden so auf kurze Frist stabil gehalten, auf lange Frist sind sie jedoch variabel, da sie ja jederzeit, wenn die Zahlungsbilanzsituation es erfordert, durch Beschluß der monetären Zentralstelle geändert werden können.

Es wird aber nicht nur die Funktion des Währungsausgleichsfonds sein, die Wirkungen auf die Wechselkurse zu neutralisieren, welche von den laufenden Posten der Zahlungsbilanz, sondern auch jene, welche von den Transaktionen der Kapitalverkehrsbilanz ausgehen. Seine Funktion wird daher vor allem die Ausschaltung der destabilisierenden Einflüsse der Spekulation sein. In dieser Beziehung ist jedoch seine Macht eher gering. Ein Währungsausgleichsfonds verfügt zwar unbegrenzt über Reserven an inländischer Währung, die er auf dem Devisenmarkt anbieten kann, um den Kurs der eigenen Währung niedrig zu halten, seine Macht aber, die Kurse der fremden Währungen niedrig zu halten, ist durch den Besitz ausländischer Währungseinheiten begrenzt. Setzt eine starke Kapitalfluchtbewegung ein, so werden diese Reserven schnell erschöpft ein. Die Bemühungen, die Wechselkurse auf dem alten Niveau zu stabilisieren, müssen aufgegeben werden, und eine Abwertung wird unvermeidlich, es sei denn, man verläßt das Prinzip eines freien Devisenmarktes und greift zu Maßnahmen der Devisenbewirtschaftung in der Form von Kontrollen des kurzfristigen, spekulativ bedingten Kapitalverkehrs.

Andererseits besteht bei Vorhandensein eines Währungsausgleichsfonds die Gefahr, daß die monetäre Zentralstelle vermittels des Fonds versucht, die Wechselkurse auf einem höheren Niveau festzusetzen, als es der Angebots- und Nachfragesituation auf dem Devisenmarkt

entspricht. Auf diese Weise können Konkurrenzvorteile für die Produkte des eigenen Landes gegenüber jenen des Auslands erzielt werden. Über eine Verbesserung der Handelsbilanz kann somit der Beschäftigungsgrad im eigenen Lande gesteigert werden.

2. Durch die Bindung der Währungseinheit an das Gold.

Der Kurs einer Währung kann auch durch die Verpflichtung der monetären Zentralstelle, zu einem festen Kurs Gold zu kaufen oder zu verkaufen, auf kurze Frist stabilisiert oder in seinen Fluktuationen begrenzt werden. Der Wert der Währungseinheit des betreffenden Landes, etwa eines Landes A, ist auf diese Weise in Gold festgelegt, und kann nur in einem Ausmaß schwanken, das durch die Differenz des Goldankaufs- und des Goldverkaufspreises der monetären Zentralstelle begrenzt ist. Ein Steigen des Marktpreises des Goldes über den Verkaufspreis der monetären Zentralstelle wird unmöglich sein, da jedermann, der Gold kaufen will, es bei der monetären Zentralstelle, anstatt auf dem Markt, kaufen würde; ebenso ist ein Fallen des Marktpreises des Goldes unter den Ankaufspreis der monetären Zentralstelle unmöglich, da jedermann, der Gold verkaufen will, es der monetären Zentralstelle anbietet, anstatt es auf dem Markt anzubieten. Der Wert einer A-Währungseinheit ist somit in Gold festgelegt und kann nur innerhalb enger Grenzen schwanken.

Wenn nun die monetäre Zentralstelle eines anderen Landes B ebenfalls Goldankaufs- und Goldverkaufspreise festsetzt, so ist auch der Wert einer B-Währungseinheit in Gold festgelegt. Es bestehen für die Währungen beider Länder Goldparitäten. Indirekt über das Gold ist somit der Preis einer A-Währungseinheit, ausgedrückt in B-Währungseinheiten, festgesetzt. Wenn das Gleichgewicht der Zahlungsbilanz des Landes A gestört wird und ein Defizit auftritt, so wird der Preis einer Währungseinheit des Landes B, ausgedrückt in A-Währungseinheiten, nicht automatisch steigen, sondern nur innerhalb sehr enger Grenzen; denn jeder, der B-Währungseinheiten zum Zwecke einer Zahlung nach dem Lande B kaufen will, kann dies jederzeit gegen A-Währung tun. Er kauft für A-Währung Gold bei der monetären Zentralstelle des Landes A, das er gegen B-Währungseinheiten einlöst, indem er es der monetären Zentralstelle des Landes B anbietet. Die Devisenhändler werden daher für die Währung des Landes B

keinen höheren Preis verlangen können, als jenen, zu welchem B-Währungseinheiten indirekt beschafft werden können.

Solange die Goldpreise der monetären Zentralstellen der Länder A und B unverändert bleiben, wird auch der Wechselkurs zwischen den beiden Währungen A und B stabil bleiben und nur innerhalb enger Grenzen schwanken können. Wenn nun aber eines der beiden Länder ein andauerndes Zahlungsbilanzdefizit aufweist, und die monetäre Zentralstelle des betreffenden Landes daher einen dauernden Goldabfluß zu verzeichnen hat, so kann sie die Goldankaufs- und Verkaufspreise heraufsetzen und somit die Parität der Währung ändern. Durch diese Maßnahme wird die Währung des betreffenden Landes abgewertet; ihr Preis, ausgedrückt in der Währung des anderen Landes, wird fallen. Durch die Bindung der Währungseinheit an das Gold wird somit dasselbe erreicht, wie durch die Eingriffe der monetären Zentralstelle auf dem Devisenmarkt vermittelt eines Währungsausgleichsfonds: Die Wechselkurse können auf kurze Frist stabil gehalten, auf lange Frist jedoch verändert werden, wenn die Zahlungsbilanzsituation es erfordert.¹

Durch das Auseinanderrücken des Goldankaufs- und des Goldverkaufspreises können überdies die Grenzen der kurzfristigen Wechselkursschwankungen erweitert werden; im Gegensatz zu einer Politik fluktuierender Wechselkurse werden die Schwankungen jedoch ein gewisses Ausmaß nicht überschreiten.²

2. Kapitel

Die Wirkungen einer Wechselkursänderung auf die Handelsbilanz³

Steigt aus irgendeinem Grunde, etwa infolge einer Nachfrageverschiebung, die inländische Nachfrage nach Importen, so führt dies sofort zu einer Mehrnachfrage nach ausländischen Zahlungsmitteln

¹ Meade nennt diese Art einer Politik kurzfristig stabiler und langfristig variabler Wechselkurse «method of the adjustable peg». Vgl. *J. E. Meade: The Balance of Payments*, London 1951, S. 164/65.

² Es ist hier auf die wiederholten Vorschläge von Lord Keynes zur Erweiterung der Goldpunkte hinzuweisen. Vgl. besonders *A Tract on Monetary Reform*, S. 190.

³ Wir nehmen an, daß eine Politik fluktuierender Wechselkurse befolgt wird, und daß wir nur eine ausländische Währung vor uns haben.

auf dem Devisenmarkt. Zu demselben Preis – oder Wechselkurs – werden mehr Devisen nachgefragt als vorher. Da das Angebot an Devisen als unverändert angenommen werden darf, wird es zu einem Steigen des Preises für ausländische Währungseinheiten oder des Wechselkurses kommen. Der Markt für ausländische Währungseinheiten macht hier keine Ausnahme und folgt den Gesetzen von Angebot und Nachfrage, die die Entwicklung auf jedem Markt bestimmen. Die Erhöhung des Wechselkurses ändert die relativen Preise für Import- und Exportgüter.¹ Importgüter werden für Inländer teurer; ihr Preis, ausgedrückt in inländischer Währung, wird steigen. Umgekehrt werden die inländischen Exportgüter für den ausländischen Käufer billiger; ihr Preis, ausgedrückt in ausländischer Währung, wird fallen. Angenommen, die Kursänderung und die durch sie hervorgerufenen Änderungen der relativen Import- und Exportgüterpreise finden gleichzeitig statt, so wird die Erhöhung des Wechselkurses sofort eine importhemmende und exportfördernde Wirkung haben. Die Exportvermehrung, bzw. das Mehrangebot an Devisen, und die gleichzeitige Importverminderung, bzw. die Mindernachfrage nach Devisen, begrenzen die tatsächlich erfolgende Erhöhung des Devisenkurses. Es wird sich daher nach einiger Zeit ein Kursniveau einstellen, bei denen die Exporterlöse den Importausgaben gleich sein werden, und das weitere Steigen des Wechselkurses kommt zum Stillstand, wenn auch noch Korrekturbewegungen in der anderen Richtung stattfinden können. Früher oder später wird sich der Wechselkurs auf einer Höhe stabilisieren, deren Entfernung vom ursprünglichen Niveau durch das Ausmaß der ursprünglichen Störung und durch die Elastizitätsverhältnisse auf dem Devisenmarkt bestimmt ist. Bei diesem Kurs wird die Handelsbilanz wieder im Gleichgewicht sein.²

Von den Elastizitätsverhältnissen auf dem Devisenmarkt hängt es somit ab, wie groß die Erhöhung des Wechselkurses sein muß, um ein durch eine Störung bestimmten Ausmaßes verursachtes Ungleichgewicht wieder zu beseitigen. Von ihnen hängt es ab, wie weit sich die

¹ Es wird hier die Annahme gemacht, daß die Wechselkursänderung nur die relativen Preise der Import- und Exportgüter ändert; vorerst soll von anderen Preis- und Einkommensänderungen im In- und Ausland abgesehen werden.

² Die Wirkungen einer Änderung des Wechselkurses auf die Dienstleistungsbilanz dürften in der Mehrzahl der Fälle von denjenigen auf die Handelsbilanz nur wenig abweichen.

realen Austauschverhältnisse (terms of trade) verschlechtern müssen,¹ und welches die Veränderungen der Güterströme sein werden, d. h. in welchem Ausmaß die Einfuhr abnehmen und die Ausfuhr zunehmen wird. Von der Elastizität des Angebots an und der Nachfrage nach Devisen hängt es ab, ob die Verschiebung der Angebots- oder Nachfragekurve sich stärker in einer Änderung der angebotenen und nachgefragten Mengen an Devisen, oder ob sie sich stärker in einer Änderung ihres Preises, des Wechselkurses, auswirkt. Je größer die Elastizität des Angebots und der Nachfrage ist, je weniger wird sich eine Verschiebung der Angebots- oder Nachfragekurve in einer Änderung des Wechselkurses, dagegen um so stärker in einer Änderung der angebotenen und nachgefragten Mengen an Devisen (bzw. in einer Änderung der Importe und Exporte) auswirken. Umgekehrt liegen die Verhältnisse, wenn die Elastizität von Angebot und Nachfrage gering ist. Die Beseitigung einer gegebenen Störung wird dann eine weitgehende Erhöhung des Wechselkurses und Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse notwendig machen.

3. Kapitel

Die Elastizität des Angebots und der Nachfrage auf dem Devisenmarkt

Angenommen, der Export von Gütern sei die Hauptquelle des Angebots an Devisen, und der Import von Gütern die Hauptquelle der Nachfrage nach Devisen, so werden vor allem die Faktoren zu untersuchen sein, welche die inländische Nachfrage nach und das ausländische Angebot an Importen bestimmen, wie auch jene, welche die ausländische Nachfrage nach inländischen Exporten und das inländische Angebot an Exporten bestimmen.²

Welche Faktoren bestimmen die Änderungen der angebotenen Devisenmenge, die auf eine Wechselkursänderung hin eintreten?

¹ Eine Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse bedeutet, daß für dieselbe Menge an Importgütern eine größere Menge an Exportgütern hergegeben werden muß. Die realen Austauschverhältnisse werden durch den Quotienten aus Preisindex der Exportgüter über Preisindex der Einfuhrgüter ausgedrückt. Vgl. *J. Viner: Studies in the Theory of International Trade*, S. 319.

² Als Inland bezeichnen wir jenes Land, das den Kurs seiner Währung ändert.

1. Als erstes kann festgestellt werden, daß die Elastizität des Angebots an Devisen um so größer ist, je elastischer die ausländische Nachfrage nach jenen Güterkategorien ist, denen die inländischen Exporte angehören.

2. Im Ausland werden Substitutionsgüter zu den inländischen Exportgütern hergestellt und die Elastizität der Nachfrage nach einem Gut ist um so größer, je größer die Elastizität seiner Substitution ist.¹ Die Elastizität der Substitution eines Gutes wird um so größer sein, je leichter es durch andere Güter ersetzt werden kann, wenn sein Preis steigt, und je leichter es an die Stelle von anderen Gütern treten kann, wenn sein Preis fällt. Dies wird um so wahrscheinlicher sein, je größer die Zahl der Substitutionsgüter ist, die mit dem betreffenden Gut in Wettbewerb stehen. Wenn nun infolge der Erhöhung des Wechselkurses die inländischen Exportgüter für den ausländischen Käufer billiger werden und angenommen wird, daß die Preise der ausländischen Substitutionsgüter unverändert bleiben, so wird die Elastizität der Nachfrage nach den inländischen Exportgütern um so größer sein, je größer die Zahl der Substitutionsgüter ist, die im Ausland mit ihnen in Wettbewerb stehen, je größer also die Elastizität ihrer Substitution im Ausland ist. Das Angebot an Devisen ist somit um so elastischer, je größer die Elastizität der Substitution der inländischen Exportgüter im Ausland ist.

Die Wahrscheinlichkeit, daß diese groß ist und daß somit auch die Elastizität der ausländischen Nachfrage nach inländischen Exportgütern größer als 1 ist, ist um so größer, je kleiner der relative Anteil der inländischen Exportgüter am Welthandel ist.

3. Damit die inländischen Exporte bei einer Erhöhung des Wechselkurses, d. h. also bei einem Fallen ihres Preises, ausgedrückt in ausländischer Währung, überhaupt zunehmen können, müssen die inländischen Exportindustrien imstande sein, ihre Produktion entsprechend auszudehnen. Dies hängt in erster Linie von den technischen Ausdehnungsmöglichkeiten der betreffenden Industrien ab, wenn die Gewinnaussichten und die Absatzmöglichkeiten zunehmen; in andern Worten: es hängt von der Elastizität ihres Angebots ab. Die Elastizität des Angebots an Devisen ist somit um so größer, je größer die Elastizität des inländischen Angebots an Exportgütern ist.

¹ Vgl. *J. E. Meade*: The Balance of Payments, S. 77/78. Vgl. ferner *Kenneth E. Boulding*: Economic Analysis. 2. Aufl. London 1948, S. 131–132.

4. Schließlich ist der Einfluß auf die Elastizität des Devisenangebotes hervorzuheben, der durch quantitative Importrestriktionen oder Zölle ausgeübt wird. Sind im Ausland Importquoten festgesetzt und diese voll ausgenützt, so kann eine Erhöhung des Wechselkurses zu keiner Steigerung der inländischen Exporte führen. Die Elastizität der ausländischen Nachfrage nach inländischen Exportgütern und folglich auch die Elastizität des Devisenangebots werden in diesem Fall gleich Null sein.

Zölle spielen eine ähnliche Rolle wie Transportkosten und Verteilungskosten. Je höher die Zölle sind, je kleiner wird der relative Anteil am Preis eines Exportgutes sein, der durch die Änderung des Wechselkurses beeinflußt werden kann. Je höher daher die Zölle sein werden, desto weniger wird die ausländische Nachfrage nach den inländischen Exporten durch eine Änderung des Wechselkurses beeinflußt werden. Zölle und quantitative Importrestriktionen tendieren daher dahin, die Elastizität der Devisenangebotskurve zu vermindern.¹

Welche Faktoren bestimmen die Änderungen der nachgefragten Devisenmenge, die auf eine Wechselkursänderung hin eintreten?

Es kann hier analog vorgegangen werden, wie bei der Untersuchung auf der Angebotsseite. Die Elastizität der Nachfrage nach Devisen wird um so größer sein,

1. je größer die Elastizität der Nachfrage nach den Güterkategorien ist, denen die inländischen Importe angehören;

2. je größer die Elastizität der Substitution der inländischen Importgüter im Inland ist;²

3. je höher die Elastizität des ausländischen Angebotes jener Güterkategorien ist, denen die inländischen Importe angehören.

4. Was die Wirkungen von quantitativen Importrestriktionen auf die Elastizität der Devisennachfrage anbelangt, so muß die letztere gleich Null sein, wenn der Wechselkurs über eine bestimmte Höhe hinaus ansteigt und die Importquoten voll ausgenutzt sind. Unter dieser Höhe kann sie jedoch größer als Null sein.

¹ Vgl. *F. Machlup: The Theory of Foreign Exchanges. Economica Bd. VI* (neue Serie), November 1939. Reprinted in *Readings in the Theory of International Trade*, S. 104–158, vgl. S. 111–114.

² Im Unterschied zur Elastizität der Substitution der inländischen Exportgüter im Ausland hängt jene der Importgüter und damit auch die Elastizität der inländischen Importnachfrage nicht vom relativen Anteil der inländischen Importe am Welthandel ab.

Die Wirkungen der Zölle sind jenen auf der Angebotsseite ähnlich. Je größer der relative Anteil der Zölle am Preis der Importgüter ist, je weniger wird die inländische Nachfrage nach Importen durch eine Änderung des Wechselkurses beeinflußt werden. Zölle und Importrestriktionen tendieren also auch hier dahin, die Elastizität der Devisennachfrage zu vermindern.¹

Ist die Elastizität der inländischen Importnachfrage und jene der ausländischen Importnachfrage – Nachfrage nach den inländischen Exporten – sehr gering, so wird eine sehr weitgehende Erhöhung des Wechselkurses notwendig sein, um das Gleichgewicht der Handelsbilanz und damit das Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt wieder herzustellen. Dies bedingt aber eine Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse, die unter Umständen als untragbar angesehen werden muß. Ferner kann eine Änderung des Wechselkurses, wenn sie ein bestimmtes Ausmaß überschreitet, die Erhaltung der internen monetären Stabilität gefährden und infolge der Änderung der relativen Preise der Import- und Exportgüter zu inflationären bzw. deflationären Preis- und Einkommensänderungen im Inland und Ausland führen.²

Schließlich kann bei sehr ungünstigen Elastizitätsverhältnissen der Fall eintreten, daß die Erhöhung des Wechselkurses ein Defizit der Handelsbilanz bzw. der Zahlungsbilanz nicht beseitigen wird. Ist die Elastizität der ausländischen Importnachfrage sehr gering – und zwar kleiner als 1 –, so wird durch eine Erhöhung des Wechselkurses das Exportvolumen zwar zunehmen. Die Wirkungen des Fallens der Preise der inländischen Exporte, ausgedrückt in ausländischer Währung, auf die Exporterlössumme werden jedoch nicht durch die Zunahme des Exportvolumens kompensiert. Das Angebot an Devisen wird bei einer Erhöhung des Wechselkurses nicht zunehmen, sondern abnehmen. Die Exporterlössumme, d. h. der Anfall an ausländischen Zahlungsmitteln nimmt ab. Was die inländische Importnachfrage anbelangt, so wird durch eine Erhöhung des Wechselkurses die Importausgabensumme und damit die Nachfrage nach ausländischen Zahlungsmitteln immer abnehmen, wenn die Elastizität der inländischen Importnachfrage einen Wert über Null hat. Bei sehr geringen Elastizitäten der inländischen und ausländischen Importnachfrage, d. h. bei

¹ Vgl. *F. Machlup*: Ibid. S. 115–118.

² Vgl. Abschnitt III, Kapitel 6.

Elastizitäten mit einem Wert kleiner als 1 kann daher eine Erhöhung des Wechselkurses die Handelsbilanz und damit die Lage auf dem Devisenmarkt nur dann verbessern, wenn das Fallen der Exporterlössumme geringer ist als das Fallen der Importausgabensumme. Bedingung ist, daß sowohl die Elastizität der inländischen als auch der ausländischen Importnachfrage einen positiven Wert hat und ihre Summe einen Wert über 1 hat.¹ Nur wenn diese Bedingung erfüllt ist, kann erwartet werden, daß durch eine Erhöhung des Wechselkurses ein Defizit der Handels- bzw. Zahlungsbilanz verringert und die Lage auf dem Devisenmarkt verbessert wird.

Nun sind es aber weder die kurzfristigen noch die mittelfristigen, sondern die langfristigen Angebots- und Nachfragekurven auf dem Devisenmarkt, die bedeutungsvoll sind. Sie lassen sich ermitteln, nachdem die Umstellungen in der laufenden Produktion als auch der Produktionskapazität vollzogen wurden. Die Elastizität des Angebots an und der Nachfrage nach Devisen wird daher auf lange Frist größer sein als auf kurze Frist.

4. Kapitel

Die Änderung der Wechselkurse und die übrigen Posten der Zahlungsbilanz

Welches sind die Wirkungen einer Wechselkursänderung auf die übrigen Posten der Zahlungsbilanz, insbesondere auf die Kapitalertrags- und Kapitalverkehrsbilanz? Während angenommen werden kann, daß die Wirkungen einer Wechselkursänderung auf die Dienstleistungsbilanz ähnlich jenen auf die Handelsbilanz sein werden und die Elastizitäten des Angebots an und der Nachfrage nach Devisen analog bestimmt werden, so dürften die Wirkungen auf die Posten der Kapitalertrags- und der Kapitalverkehrsbilanz sehr verschieden sein.

Einmal ist festzustellen, daß Zahlungen, die aus diesen Transaktionen entstehen, einseitige Zahlungen sind, in dem Sinne, daß zumindest kurzfristig keine Tendenzen vorhanden sind, das aus ihnen sich ergebende Angebot an und die Nachfrage nach Devisen in Über-

¹ Vgl. *J. E. Meade: The Balance of Payments*, S. 72, vgl. ferner *Lloyd A. Meitzler: The Theory of International Trade*. In *H. S. Ellis: A Survey of Contemporary Economics*, S. 227.

einstimmung zu bringen. Wenn ein Ungleichgewicht in der Kapitalverkehrsbilanz entsteht, das seine Ursache etwa in einem plötzlichen Ansteigen des Kapitalexports hat, kann der Ausgleich der Zahlungsbilanz und das Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt normalerweise nur durch einen Rückgang der Importe und eine Zunahme der Exporte wieder hergestellt werden. Führt eine Zunahme des Kapitalexports zu einer Mehrnachfrage nach Devisen und infolgedessen zu einem Steigen des Wechselkurses, so werden bei günstigen Elastizitätsverhältnissen zu dem höheren Wechselkurs weniger Devisen für den Import von Gütern und Dienstleistungen nachgefragt und es werden mehr Devisen aus dem Export von Gütern und Dienstleistungen angeboten. Die Differenz zwischen der Devisenmenge, welche zu dem neuen Wechselkurs angeboten und nachgefragt wird und von den laufenden Posten der Zahlungsbilanz herrührt, ist gleich der Mehrnachfrage nach Devisen, welche aus der Steigerung des Kapitalexports herrührt.

Welches ist die Elastizität der Devisennachfrage aus einseitigen Zahlungen? Bei Zahlungen, die in ihrem Ausmaß fixiert sind, beispielsweise Zins- oder Reparationszahlungen, muß unterschieden werden zwischen Zahlungen in inländischer und ausländischer Währung. Handelt es sich um Zahlungen in inländischer Währung, so wird die Elastizität der durch sie hervorgerufenen Devisennachfrage gleich 1 sein. Bei Zahlungen in ausländischer Währung dagegen wird sie gleich Null sein. Welches auch die Änderung des Wechselkurses sein mag, die Nachfrage nach Devisen aus dieser Quelle wird sich nicht verändern. Sind die einseitigen Zahlungen in ihrem Ausmaß nicht fixiert, so wird die Elastizität und die Position der Devisennachfragekurve von einer Reihe von Umständen im In- und Ausland abhängen, wie etwa Verhältnis der Zinssätze oder, im Falle von direkten Investitionen, der Gewinnaussichten im In- und Ausland.

Vieles deutet demnach darauf hin, daß bei einer Störung der Ausgleich der Zahlungsbilanz und das Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt in erster Linie durch die Änderungen der laufenden Posten der Zahlungsbilanz erfolgt. Wenn nun der langfristige, ertragsorientierte Kapitalverkehr großen und dauernden Schwankungen unterworfen ist, so kann die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch die Änderungen der Wechselkurse und der relativen Preise der Import- und Exportgüter unmöglich werden. Dauernde Produktionsumstellungen

und Verschiebungen der Produktionsfaktoren würden notwendig sein. Die fortwährenden Schwankungen der Wechselkurse werden schließlich zu einer Einschränkung des internationalen Güter- und Kapitalverkehrs führen. Den Importeuren und Exporteuren wird die notwendige Kalkulationsbasis, den Investoren die Sicherheit über Gewinn- und Ertragsaussichten genommen. Noch verstärkt wird die Notwendigkeit dauernder Wechselkursschwankungen und dauernder Änderungen der relativen Preise der Import- und Exportgüter, wenn die Wirkungen der kurzfristigen, nichtertragsorientierten Kapitalbewegungen in Betracht gezogen werden, d. h. der Bewegungen von Geldern, welche in der Erwartung von Wechselkursänderungen erfolgen. Diese spekulativ bedingten Kapitalbewegungen führen zu Kursschwankungen, welche zu neuen Störungsursachen des äußeren Gleichgewichts werden müssen. Die monetäre Zentralstelle kann zwar diesen dauernden Kursschwankungen durch Interventionen auf dem Devisenmarkt entgegentreten. Dies wäre das Vorgehen eines Währungsausgleichsfonds. Die kurzfristigen spekulativ bedingten Kapitalbewegungen können jedoch ein Ausmaß erreichen, dem schließlich kein Währungsausgleichsfonds mehr gewachsen wäre. Früher oder später müßte daher das Prinzip der Freiheit im internationalen Zahlungsverkehr aufgegeben und der internationale Kapitalverkehr einer Kontrolle unterworfen werden.

5. Kapitel

Die Wirkungen der Spekulation

Wie jede Spekulation, so kann auch die Spekulation in ausländischen Währungseinheiten einen stabilisierenden oder einen destabilisierenden Charakter haben. Ihre Wirkungen auf die Wechselkurse dürfen nicht unterschätzt werden. Bei organisierten Kreditmärkten, einem modernen Bankenwesen und reichlich liquiden Mitteln im Besitz des Publikums, können die Summen, die solchen spekulativen Operationen zur Verfügung stehen, sogar das normale Umsatzvolumen der laufenden Posten der Zahlungsbilanz übersteigen. Die Wirkungen der Spekulation werden jedoch verschieden sein, je nachdem eine Politik fluktuierender oder eine Politik variabler Wechselkurse, mit Hilfe eines Währungsausgleichsfonds oder durch die Bindung der Währung an das Gold, befolgt wird.

a) Bei einer Politik fluktuierender Wechselkurse

Wird eine Kursänderung infolge eines Ungleichgewichts der Zahlungsbilanz erwartet, so werden die Importeure sofort vermehrt einkaufen, die Exporteure jedoch in ihren Verkäufen zurückhaltend sein. Die Situation auf dem Devisenmarkt wird sich daher weiter verschlechtern.¹ Weit bedeutender aber als die Reaktion der Händler sind die Transaktionen, welche die Kapitalverkehrsbilanz berühren, nämlich die Spekulation in Devisen und Effekten.² Wird eine Erhöhung der Wechselkurse erwartet, so werden die Spekulanten ausländische Währungseinheiten kaufen, in der Erwartung, sie an einem späteren Zeitpunkt zu einem höheren Preis wieder zu verkaufen. Durch diese spekulativ bedingten Devisenkäufe werden die Wechselkurse sofort ansteigen, während sie bei einem Fehlen von spekulativ bedingten Transaktionen erst zu einem späteren Zeitpunkt und langsamer angestiegen wären. Die Erwartungen der Spekulanten werden daher dahin tendieren, sich zu erfüllen. Je mehr nun die Kurse ansteigen, je größer wird die Menge an Devisen, welche von den Spekulanten und den inländischen Banken mit der Absicht gehalten werden, sie an einem späteren Zeitpunkt auf dem Devisenmarkt wieder anzubieten. Es muß daher an einem späteren Zeitpunkt mit einem Angebot an Devisen gerechnet werden, welches das durch die Zahlungsbilanzsituation gerechtfertigte Ausmaß der Kurssteigerung begrenzen wird. Unter Umständen wird es sogar zu einer Änderung der Wechselkurse in der entgegengesetzten Richtung kommen; denn die ursprüngliche, durch die Störung des äußeren Gleichgewichts bedingte Mehrnachfrage nach Devisen kann, infolge der inzwischen eingetretenen exportfördernden und importhemmenden Wirkungen der relativen Preisänderungen, zurückgehen.

Den vorhergehenden Ausführungen lag jedoch die Annahme zugrunde, daß die Erwartungen der Spekulanten über die Entwicklung der Zahlungsbilanzsituation richtig waren. Nur in diesem Fall wird die Spekulation den Abstand zwischen dem ursprünglichen und dem

¹ Diese Reaktionen der Exporteure und Importeure waren öfters sehr bedeutend, so etwa in Frankreich in den Jahren 1925/26, als der Kurs des französischen Frankens dauernd schwankte. Vgl. *L'expérience monétaire internationale*, S. 136.

² Es soll hier nur die Spekulation in Devisen betrachtet werden, und zwar nur jene Reaktionen, welche von den inländischen Spekulanten ausgehen. Jene Reaktionen, welche von der Spekulation in Effekten ausgehen, werden in ihren Wirkungen auf die Wechselkurse ähnlich denjenigen der reinen Devisenspekulation sein.

zukünftigen Wechselkurs verringern. Infolge des rascheren Anstiegs der Wechselkurse werden die exportfördernden und importhemmenden Wirkungen der Änderungen der relativen Preise früher eintreten, und die Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse wird aufgehalten.

Erwartet die Spekulation aber eine Bewegung der Wechselkurse in der entgegengesetzten Richtung, oder auch in der korrekten Richtung, aber in einem größeren Ausmaß als es die Zahlungsbilanzsituation verlangt, so wird die Beseitigung der Störung des äußeren Gleichgewichts erschwert. Die Spekulation wird einen destabilisierenden Charakter haben.¹ Die Erhöhung der Wechselkurse und die Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse wird größer sein, als es zur Beseitigung der ursprünglichen Störung des äußeren Gleichgewichts notwendig gewesen wäre.

Wie können nun diese destabilisierenden Wirkungen der Spekulation verhindert werden? Einmal durch Eingriffe der monetären Zentralstelle auf dem Devisenmarkt. Sie wird Devisen anbieten, und zwar in einem Ausmaß, das nicht nur die Wirkungen der spekulativ bedingten Devisennachfrage auf die Wechselkurse aufhebt, sondern darüber hinaus die Bewegung der Wechselkurse in der falschen Richtung zum Stillstand bringt. Während es im Ermessen der monetären Zentralstelle steht, ein Fallen der Wechselkurse zu verhindern, indem sie inländische Währungseinheiten am Devisenmarkt anbietet, so ist jedoch ihre Macht, ein Steigen der Wechselkurse zu verhindern, durch das Ausmaß ihrer Devisenreserven begrenzt. Und es kann der Augenblick kommen, an dem die monetäre Zentralstelle ihre Politik der ausgleichenden Eingriffe auf dem Devisenmarkt aufgeben muß. Die monetäre Zentralstelle steht dann vor der Notwendigkeit, das Prinzip der Freiheit auf dem Devisenmarkt aufzugeben und die kurzfristigen, spekulativ bedingten Kapitalbewegungen einer Kontrolle zu unterwerfen.

b) Bei einer Politik variabler Wechselkurse

Bei Befolgung einer Politik variabler Wechselkurse – entweder mit Hilfe eines Währungsausgleichsfonds oder durch die Bindung der

¹ Meade bezeichnet diese beiden Fälle der Spekulation als «perverse speculation» und «grossly excessive speculation». Vgl. *J. E. Meade: The Balance of Payments*, S. 222.

Währung an das Gold – werden im Falle eines Zahlungsbilanzdefizites die Wechselkurse nicht ansteigen. Ist die Spekulation der Auffassung, daß das äußere Ungleichgewicht lange andauert, so werden sie damit rechnen können, daß früher oder später eine Abwertung erfolgen muß. Im Gegensatz jedoch zu einer Politik fluktuierender Wechselkurse werden die spekulativ bedingten Devisenkäufe, die in der Erwartung der Abwertung erfolgen, weder zu einer Erhöhung der Wechselkurse führen, noch wird die Aussicht, daß diese Devisen nach erfolgter Abwertung wieder angeboten werden, zu einem Fallen der Wechselkurse führen. Außerdem wird der Anreiz zu diesen spekulativ bedingten Devisenkäufen durch ein Ansteigen der Kurse kaum geschwächt. Die Spekulanten können zu den bestehenden Kursen jede Menge an Devisen kaufen. Der Gewinn, den die Spekulation von einer bevorstehenden Abwertung erwartet, ist somit sicher, und den Devisenkäufen sind keine Grenzen gesetzt. Die Spekulation kann also bei einer Politik variabler Wechselkurse keine stabilisierenden Wirkungen haben, sie kann aber unbeschränkt, auf Kosten der monetären Zentralstelle, einen Gewinn in der Höhe des Abwertungssatzes machen. Muß doch die monetäre Zentralstelle vor der Abwertung ausländische Währungseinheiten zu einem niedrigen Preis abgeben und nach erfolgter Abwertung zu einem höheren Preis wieder annehmen. Eine Politik variabler Wechselkurse kann daher, wenn sie Erfolg haben soll, nur durchgeführt werden, wenn die spekulativ bedingten Devisenkäufe durch direkte Kontrollmaßnahmen verhindert werden. Oft aber ist die Unterscheidung zwischen spekulativ bedingten Devisenkäufen und berechtigten Devisenkäufen schwer, und eine Ausdehnung der Devisenbewirtschaftung auf alle Transaktionen der Zahlungsbilanz ist unvermeidbar.

6. Kapitel

Die Wirkungen einer Wechselkursänderung auf die internen Preise und Einkommen

Im vorhergehenden wurde gezeigt, daß eine Wechselkursänderung das äußere Gleichgewicht wiederherstellt, wenn die Summe der Elastizitäten der inländischen und ausländischen Importnachfrage größer

als 1 ist. Bis jetzt wurden aber die Änderungen der internen Preise und Einkommen, welche durch die Änderung der relativen Import- und Exportpreise verursacht werden können, außer Betracht gelassen. Unter Umständen wird daher eine Änderung der Wechselkurse ein äußeres Ungleichgewicht nicht beseitigen, selbst wenn die Elastizitätsverhältnisse günstig sind. Eine Abwertung¹ muß daher von internen währungspolitischen Maßnahmen zur Verhinderung von inflatorischen Preis- und Einkommensänderungen, eine Aufwertung dagegen von Maßnahmen zur Bekämpfung der Deflation begleitet sein, wenn das Defizit bzw. der Überschuß der Zahlungsbilanz beseitigt werden soll. Nur wenn die internen Preise und Einkommen durch die Wechselkursänderung nicht beeinflußt werden, kann eine Abwertung ein Zahlungsbilanzdefizit, eine Aufwertung einen Zahlungsbilanzüberschuß beseitigen.

Angenommen, es handelt sich bei dem abwertenden Land um ein kleines Land, dessen relativer Anteil am Welthandel gering ist. Die Welthandelspreise bleiben in diesem Fall durch die Abwertung des betreffenden Landes unberührt. Nur die Wirkungen der Abwertung auf die internen Preise und Einkommen brauchen daher in Betracht gezogen zu werden. Die Abwertung läßt die Preise der Exportgüter, ausgedrückt in inländischer Währung, unverändert. Die Steigerung der Importgüterpreise wird aber voraussichtlich die gesamte interne Preisstruktur beeinflussen und so schließlich auch eine Steigerung der Preise der Exportgüter verursachen. Dies ist besonders dann der Fall, wenn für die Exportproduktion wichtige Rohstoffe benötigt werden, die eingeführt werden müssen und die nicht durch gleichwertige Rohstoffe aus inländischen Bezugsquellen ersetzt werden können. Das gleiche gilt für alle Inlandsgüter, zu deren Herstellung Einfuhrgüter benötigt werden. Aber auch die Preise jener Güter, zu deren Herstellung keine Importprodukte benötigt werden, werden die Tendenz haben, zu steigen. Dies gilt vor allem für Substitutionsgüter zu bisher eingeführten Gütern. Infolge des Ausfalls der Importgüter wird die Nachfrage nach Substitutionsgütern steigen. Dies wird zu einer Preissteigerung auf deren Märkten führen, ausgenommen, ihr Angebot ist vollkommen elastisch. Diese allgemeine Preiserhöhung wird den Lebenskostenindex in die Höhe treiben. Infolgedessen wer-

¹ Bei Befolgung einer Politik variabler Wechselkurse.

den sofort höhere Lohnforderungen von seiten der Gewerkschaften geltend gemacht, die besonders in jenen Industrien, deren Absatzmöglichkeiten und Gewinnaussichten durch die Abwertung gestiegen sind, wenig Widerstand begegnen werden. Jedoch nicht nur die Steigerung der Lebenskosten kann zu einer Steigerung der Löhne führen. Da der Rückgang der Importe und die Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse nur durch eine Erhöhung der Produktion und der Produktivität ausgeglichen werden kann – sollen Realeinkommen und Lebensstandard unverändert bleiben –, wird eine verstärkte Konkurrenz um die Produktionsfaktoren von seiten der expandierenden Industrien einsetzen. Nicht nur die Arbeitskosten, sondern auch die Kapitalkosten werden steigen. Die Konkurrenz um die Produktionsfaktoren und die Steigerung der Produktionskosten wird um so stärker sein, je mehr sich die betreffende Volkswirtschaft dem Zustand der Vollbeschäftigung nähert. Eine allgemeine Steigerung der Nominaleinkommen wird einsetzen, zwar etwas abgeschwächt durch den Rückgang der Einkommen im Importhandel und in den Industriezweigen, die direkt durch den Rückgang der Importe betroffen wurden. Infolge der Erhöhung der Nominaleinkommen wird die Nachfrage nach Konsumgütern entsprechend der Grenzneigung zum Konsum – oder der Einkommenselastizität der Nachfrage – steigen. Gemäß der Grenzneigung zum Importieren wird auch die Nachfrage nach Importgütern steigen. Des weitem werden die Importe zunehmen, weil Importgüter infolge der allgemeinen internen Preissteigerung wieder relativ billiger geworden sind. Die Exporte jedoch werden infolge der internen Preis- und Einkommenssteigerungen zurückgehen.

Wird eine Abwertung nicht von internen währungspolitischen Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation begleitet, so muß ihr Erfolg in der Beseitigung des Defizites der Zahlungsbilanz ungewiß bleiben. Desgleichen kann eine Aufwertung einen Zahlungsbilanzüberschuß nur dann beseitigen, wenn gleichzeitig Maßnahmen zur Bekämpfung der Deflation ergriffen werden.

Infolge des Auftretens dieser inflationären bzw. deflationären Tendenzen lehnen verschiedene Autoren Wechselkursänderungen, als Maßnahme zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts, ab. Andere sind der Auffassung, daß eine Wechselkursänderung nur unter bestimmten Umständen Erfolg haben kann. So könne eine Abwertung

ein Defizit der Zahlungsbilanz nur dann beseitigen, wenn die Welt-handelspreise eine sinkende Tendenz aufweisen.¹

7. Kapitel

Kritische Betrachtung einer Politik fluktuierender und einer Politik variabler Wechselkurse

Autonome nationale Währungssysteme, bei denen die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts den Änderungen der Wechselkurse überlassen bleibt, haben zwar den großen Vorteil – im Vergleich etwa mit der Goldwährung –, die interne Währungspolitik in der Erhaltung der internen monetären Stabilität vor äußeren Einflüssen unberührt zu lassen. Preise und Einkommen bleiben relativ stabil, der Beschäftigungsgrad im eigenen Lande kann von äußeren konjunkturellen Einflüssen isoliert werden. Die vorhergehenden Überlegungen zeigen jedoch, daß Änderungen der Wechselkurse in der Erhaltung des äußeren Gleichgewichts nicht immer erfolgreich sind, und zwar gleichwohl, ob eine Politik fluktuierender oder eine Politik variabler Wechselkurse befolgt wird.

Eine Politik fluktuierender Wechselkurse fand unter den Vertretern des monetären Nationalismus wenig Unterstützung. Lord Keynes hat sie in all seinen Schriften abgelehnt. Andere Kritiker der Goldwährung sahen jedoch, trotz den ungünstigen Erfahrungen zu Beginn der zwanziger Jahre, kaum einen stichhaltigen Grund, warum auf den Märkten für ausländische Währungseinheiten nicht auch das Prinzip

¹ «In any other environment than that of world deflation, a substantial exchange depreciation must be a strong price-raising influence.» Vgl. Sir *Hubert Henderson*: *The Function of Exchange Rates*. S. 6/7.

Nun darf man aber diesen inflationären Tendenzen einer Abwertung kein zu großes Gewicht beilegen; es gibt sehr wenige Unterlagen darüber, wie weit sich eine Abwertung auf die internen Preise und Einkommen auswirken wird. Die Wirkungen werden für jedes Land verschieden sein, je nachdem wie stark das interne Preisniveau durch die Preise der Importgüter beeinflusst wird. Die Schwierigkeiten einer Aussage liegen aber nicht nur in der Gewichtung, sondern auch in der Tatsache, daß eine Abwertung erst nach einiger Zeit die internen Preise beeinflussen kann. Die Abwertung vom September 1949 gibt in dieser Hinsicht kaum Anhaltspunkte, da Mitte 1950 eine vollkommene Änderung der wirtschaftlichen Daten eintrat und andere Faktoren für die daraufhin folgende Preissteigerung verantwortlich zu machen sind. In den dreißiger Jahren sind die inflatorischen Wirkungen einer Abwertung geringfügig gewesen. Vgl. über diese Periode *S. E. Harris*: *Exchange Depreciation. Its Theory and its History*. Cambridge Mass. 1936, besonders S. 478–483.

des freien Spiels von Angebot und Nachfrage herrschen sollte.¹ In den dreißiger Jahren mußte die Politik fluktuierender Wechselkurse bald aufgegeben werden. Eingriffe der monetären Zentralstellen auf den Devisenmärkten zur Verhinderung der kurzfristigen Fluktuationen der Wechselkurse wurden allenthalben notwendig. Neuerdings jedoch wurde von verschiedener Seite eine Politik fluktuierender Wechselkurse wiederum befürwortet.² Im einzelnen sind gegen allzu häufige Änderungen der Wechselkurse folgende Einwände zu machen:

1. Es wurde gezeigt, daß Wechselkursänderungen zu Änderungen der internen Preise und Einkommen führen können. Finden diese Änderungen dauernd statt und erreichen sie ein größeres Ausmaß, so erscheint es zweifelhaft, ob die interne Währungspolitik in der Erhaltung der internen monetären Stabilität so erfolgreich sein kann, wie die Vertreter des monetären Nationalismus behaupten. Zwar wird der internen Währungspolitik ein größerer Spielraum eingeräumt als bei einem System mit fixen Wechselkursen. Während jedoch bei einem solchen System damit gerechnet werden kann, daß ein Element – nämlich die Wechselkurse – stabil bleiben, ist dies hier nicht der Fall.

2. Allzu häufige Fluktuationen der Wechselkurse führen zu einer Einschränkung des internationalen Güter- und Kapitalverkehrs, da die außenwirtschaftlichen Beziehungen eines Landes mit Unsicherheitsmomenten belastet werden. Teilweise kann zwar das Risiko durch Devisentermingeschäfte ausgeschaltet werden; Devisentermingeschäfte erhöhen jedoch die kommerziellen Kosten.³ Auch der langfristige internationale Kapitalverkehr wird, wenn nicht verunmöglicht, so doch erschwert, da den Investoren die notwendige Voraussicht über Ertrag und Gewinnmöglichkeiten fehlt. Zwar sind internationale Kredite meistens in der Währung des Gläubigerlandes festgesetzt; trotzdem erscheint aber auch die Stabilität des Wechselkurses des Schuldnerlandes erwünscht, vom Standpunkt des Gläubigers, weil eine Kapitalanlage im Ausland sicherer erscheint, vom Standpunkt des

¹ Vgl. C. R. Whittlesey: *International Monetary Issues*, S. 33, New York 1937.

² Vgl. *Economic Survey of Europe 1950*. Economic Commission for Europe. Geneva 1951, S. 162–164.

³ Es ist hier zu bemerken, daß durch das Devisentermingeschäft nur die Risikoelemente, die für die Exporteure und Importeure durch die Fluktuationen der Wechselkurse entstehen können, ausgeschaltet oder verkleinert werden; das Devisentermingeschäft kann aber selbst nichts dazu beitragen, um die Stabilität der Wechselkurse zu erhöhen oder die Ursachen ihrer Schwankungen auszuschalten.

Schuldners, weil durch eine eventuelle Verschlechterung des eigenen Wechselkurses die Schuldenlast – ausgedrückt in inländischer Währung – zunimmt.¹

Die Gefahr einer Einschränkung des internationalen Güter- und Kapitalverkehrs ist wohl das Hauptargument, das allgemein gegen eine Politik fluktuierender Wechselkurse angeführt wird. Einige Autoren jedoch – so etwa Graham und Whittlesey – finden, daß fluktuierende Wechselkurse kein Hindernis für die internationalen wirtschaftlichen Beziehungen sind. So habe der internationale Handel in den Jahren 1919–1925, als die Wechselkurse der meisten Länder dauernd schwankten, zugenommen. Auf Grund der Erfahrungen dieser Periode ergebe sich klar, daß eine Stabilität der Wechselkurse die Belebung des internationalen Handels nicht garantiere und eine Unstabilität sie nicht verhindere. Zudem stehe dem Risiko der Wechselkursfluktuationen auch Gewinnchancen gegenüber, die die Möglichkeiten des vorausschauenden Kaufmanns erweitern.²

3. Änderungen der Wechselkurse führen zu Produktionsumstellungen und zu einer Neuverteilung der Produktionsfaktoren. Wird eine Politik fluktuierender Wechselkurse befolgt und ändern sich die Wechselkurse bei jeder kurzfristigen Störung des äußeren Gleichgewichts, so wird es zu Produktionsumstellungen und zu einer Neuverteilung der Produktionsfaktoren kommen, die an sich für die Wiederherstellung des äußeren Gleichgewichts unnötig sind. Die Produktionsfaktoren werden somit Verwendungen zugeführt, in denen ihre Produktivität nicht eine optimale ist, und sie müssen früher oder später wieder ihren alten Verwendungen zugeführt werden.³

4. Fluktuierende Wechselkurse können zu destabilisierenden, spekulativ bedingten Kapitalbewegungen führen, die ein bestehendes äußeres Ungleichgewicht verstärken. Steigen die Wechselkurse infolge eines äußeren Ungleichgewichts, so geben diese Änderungen zu der Erwartung Anlaß, daß die Wechselkurse sich weiter in derselben Richtung bewegen werden. Eine Erhöhung der Wechselkurse wird dann das äußere Gleichgewicht und das Gleichgewicht auf dem De-

¹ Vgl. *E. M. Bernstein*: Money and the Economic System, S. 464. University of North Carolina Press, 1935.

² Vgl. *Frank D. Graham* and *Ch. R. Whittlesey*: Fluctuating Exchange Rates, Foreign Trade and the Price Level, American Economic Review, Bd. XXIV, September 1934, S. 401.

³ *Sir Hubert Henderson*: The Function of Exchange Rates, S. 8.

visenmarkt nicht mehr herstellen, sondern spekulativ bedingte Devisenkäufe veranlassen, die das äußere Ungleichgewicht vergrößern und die Situation auf dem Devisenmarkt verschlechtern. Zwar kann die Spekulation auch stabilisierende Wirkungen haben. Die Erfahrung zeigt jedoch, daß die stabilisierenden Wirkungen der Spekulation nur selten in Erscheinung traten und daß die destabilisierenden Wirkungen der Spekulation jedesmal dann auftraten, wenn man die Wechselkurse dem freien Spiel von Angebot und Nachfrage überließ.¹

5. Die mit allzu häufigen Wechselkursschwankungen verbundenen erhöhten Chancen der Spekulation führen oft zu einer abnormal hohen Liquiditätsvorliebe, was Hortung von bisher aktivem Geld und damit Kreditkontraktion und, über die Erhöhung der Zinssätze, einen Rückgang der Investitions- und Geschäftstätigkeit zur Folge haben kann.²

Gewiß lassen sich diese Schwierigkeiten durch eine Politik variabler Wechselkurse beseitigen oder mildern. Andere wiederum werden verstärkt. So kann bei einer Politik variabler Wechselkurse die Spekulation nur destabilisierende Wirkungen haben. Abgesehen von all diesen Einwänden hängt der Erfolg einer Wechselkursänderung zudem immer von den Elastizitätsverhältnissen ab.

Berücksichtigt man alle Einwände gegenüber veränderlichen Wechselkursen, so dürfte eine Politik dauernd stabiler Wechselkurse vielleicht doch die bessere Lösung sein. Besonders in neuester Zeit hat eine Politik stabiler Wechselkurse wieder zahlreiche Anhänger gefunden. Im Gegensatz jedoch zur Goldwährung soll die Stabilität der Wechselkurse durch die teilweise oder vollkommene Ausschaltung des Preismechanismus gewährleistet werden. Das äußere Gleichgewicht soll weder durch die Änderungen der Wechselkurse noch durch die Änderungen der internen Preise und Einkommen, sondern durch die Ergreifung von direkten Maßnahmen erhalten werden. Dies kann durch devisenpolitische Vorschriften geschehen, die das Angebot und die Nachfrage nach Devisen direkt regulieren, das Angebot durch die Ablieferungspflicht an die monetäre Zentralstelle aller Zahlungseingänge aus dem Ausland, die Nachfrage durch die beschränkte Zulas-

¹ Vgl. Abschnitt VI, 1. Kapitel.

² «Die Tatsache, daß durch die unerwarteten Änderungen der Wechselkurse Gewinne und Verluste gemacht werden können, wurde immer mehr erkannt. Das Publikum versuchte daher sein Geld in der liquiden Form zu halten, um es bei dem ersten Anzeichen einer Gefahr gegen eine andere Währung umzutauschen, die im Augenblick mehr Sicherheit bot.» *G. Haberler: Der internationale Handel, englische Ausgabe, S. 45.*

sung von Zahlungen nach dem Ausland. Die devisenpolitischen Maßnahmen können durch handelspolitische Maßnahmen, wie Importzölle und Exportsubventionen, ergänzt werden.

Diese direkten Maßnahmen mögen in Fällen einer plötzlich auftretenden Störung des äußeren Gleichgewichts ihre Berechtigung haben, da eine Wechselkursänderung, infolge der auf kurze Frist unelastischen inländischen und ausländischen Importnachfrage, eine zu wenig wirksame Maßnahme sein würde. Auch mögen sie auf nationaler Ebene gewisse Vorteile bieten, jedoch kaum auf internationaler Ebene. Soll jedoch eine Politik variabler Wechselkurse durchgeführt werden, die allein, unter gleichzeitiger Beibehaltung des Preismechanismus, die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts gewährleistet, so müssen einheitliche Grundsätze für die Erhaltung des internen und äußern Gleichgewichts in den verschiedenen Ländern aufgestellt werden. Zur Erreichung dieses Zieles ist vor allem ein Abrücken vom monetären Nationalismus in seiner extremsten Form erforderlich.

IV. ABSCHNITT

Die Erhaltung des internen und externen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung

In diesem Abschnitt soll untersucht werden, welches der Einfluß der Keyneschen *General Theory of Employment Interest and Money* auf die Wirtschafts- und Währungspolitik, und im besonderen auf die Wechselkurspolitik gewesen ist. Einleitend soll die Frage nach der richtigen Durchführung der Politik zur Erhaltung des internen und des externen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung beantwortet werden. Es wird sich zeigen, daß die Möglichkeit der Entstehung einer Störung des äußeren Gleichgewichts aus konjunkturellen Gründen weitgehend ausgeschaltet werden kann, wenn das Problem der Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung auf internationaler Basis gelöst wird. Eine de-facto-Stabilität der Wechselkurse auch auf lange Frist und gleichzeitige Freiheit in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen wird dadurch ermöglicht. Schließlich sollen die Vorschläge jener Autoren der Keynes-Schule dargestellt werden,

welche sich besonders mit den internationalen Schwierigkeiten einer Vollbeschäftigungspolitik befaßt haben.

1. Kapitel

Der Einfluß der Keynesischen Lehren

Seit dem Ersten Weltkrieg trat Keynes in allen seinen Schriften für wirtschaftliche und monetäre Autonomie ein. Auf monetärem Gebiet war sein Ziel die Abschaffung einer internationalen Währungsordnung, die keine Isolierung von äußeren konjunkturellen Einflüssen erlaubte, die über eine Störung des äußeren Gleichgewichts auf die interne Wirtschaft übertragen werden. Er sah die Lösung in der Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen, zwischen denen jedoch ein gewisser Grad an internationaler Zusammenarbeit auf monetärem Gebiet erhalten bleiben sollte. Auf lange Frist variable Wechselkurse sollen die Erhaltung des äußern Gleichgewichts sicherstellen. Auf kurze Frist jedoch sollen die Wechselkurse stabil bleiben. Wichtig schien Keynes, die Vorteile, welche die Goldwährung in dieser Hinsicht bot, so weit als möglich zu bewahren, ohne aber Defizitländer auf dem Gebiet der Diskontpolitik zu Maßnahmen zu zwingen, die einen Rückgang des Volkseinkommens und der Beschäftigung zur Folge haben müssen.

Unter dem Einfluß der Erfahrungen während der Depression anfangs der dreißiger Jahre hat Lord Keynes in seinem Hauptwerk: *The General Theory of Employment Interest and Money*, ein System wirtschafts-, finanz- und währungspolitischer Maßnahmen aufgestellt, das nicht nur eine Loslösung vom internationalen Konjunkturzyklus erlaubt, sondern darüber hinaus einer einzelnen Volkswirtschaft gestattet, ihren Beschäftigungsgrad auf einen hohen Stand zu stabilisieren. Entgegen den Auffassungen der klassischen Wirtschaftstheorie, in der Form etwa, wie sie von Alfred Marshall¹ überliefert wurde, hat Keynes den Beweis erbracht, daß sich auch ein Gleichgewicht bei Unterbeschäftigung einstellen kann. Die klassische Wirtschaftstheorie behauptete, daß in einer freien Marktwirtschaft die Marktkräfte, im Falle einer Störung, das wirtschaftliche Gleichgewicht stets wiederherstellen, und zwar bei gleichzeitiger Vollbeschäftigung sämtlicher Pro-

¹ Vgl. *Alfred Marshall: Principles of Economics*, Cambridge 1890.

duktionsfaktoren. Da die Unterbeschäftigung beim heutigen Stand der Entwicklung einer kapitalistischen Wirtschaft, mit ihrer ungleichen Einkommensverteilung, ein sehr großes Ausmaß erreichen dürfte, ist eine Laissez-faire-Haltung in Sachen der Wirtschaftspolitik nicht länger mehr gerechtfertigt. Wie Keynes gezeigt hat, hängt der Beschäftigungsgrad in einer Volkswirtschaft von der effektiven oder monetären Nachfrage ab. Bei Unterbeschäftigung haben daher von staatlicher Seite Maßnahmen zur Steigerung der effektiven Nachfrage zu erfolgen, welche aus der Nachfrage nach Konsumgütern und der Nachfrage nach Investitionsgütern besteht. Die Nachfrage nach Konsumgütern hängt von der Konsumneigung ab. Sie ist wesentlich durch psychologische Faktoren bestimmt, daher auf kurze Frist konstant, und nimmt nur mit dem Steigen der Einkommen zu. Die Steigerung der effektiven Nachfrage muß somit hauptsächlich durch Anregung der Investitionstätigkeit erfolgen.

Obschon sich Keynes in diesem Werk nur sehr wenig mit den internationalen Aspekten und Schwierigkeiten einer Vollbeschäftigungspolitik befaßt hat, haben seine Erkenntnisse die klassische Freihandelslehre teilweise entkräftet. Er hat gezeigt, daß die Forderungen der merkantilistischen Autoren nach einer positiven Handelsbilanz auf einer richtigen theoretischen Überlegung beruhen.¹ Wie die gesamte klassische Wirtschaftstheorie, so beruht auch die klassische Freihandelslehre auf der Annahme, daß sich immer ein Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung einstellt. Nur wenn diese Annahme richtig ist, wird ein Land am wirtschaftlichsten handeln, jene Güter aus dem Ausland zu beziehen, die es zu höheren Kosten herstellen müßte. Die Einkommen werden dann proportional zur Produktivität der Produktionsfaktoren sein, und die Produktivität erreicht ihr Maximum. Mit den Überschüssen kann es jene Güter aus andern Ländern beziehen, in denen diese einen komparativen Kostenvorteil aufweisen. Sofern ein dauernder Vollbeschäftigungszustand möglich ist, besteht kein Zweifel an der Richtigkeit der Freihandelslehre. Wie sind aber die Freihandelsprinzipien zu beurteilen, wenn es auch zu einem Gleichgewicht bei Unterbeschäftigung kommen kann? Herrscht in einem Land Unterbeschäftigung, so kann die effektive Nachfrage nach seinen Produkten durch protektionistische Maßnahmen, wie etwa direkte

¹ Vgl. *J. M. Keynes: General Theory*, Kap. 23: Notes on Mercantilism, S. 333–371.

devisen-, handels- und finanzpolitische Maßnahmen oder auch Maßnahmen der Wechselkurspolitik, gesteigert werden, indem der eigenen Produktion ein größerer Anteil an der Weltnachfrage gesichert wird.¹ Zwar werden Realeinkommen und Produktivität nach der Einführung protektionistischer Maßnahmen niedriger sein, jedoch wird die höhere effektive Nachfrage Volkseinkommen und Beschäftigungsgrad steigern.

2. Kapitel

Die Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung

a) Durch Verbesserung der Handelsbilanz

Sofern ein Land bereit ist, eine Senkung der Realeinkommen und eine Verminderung der Produktivität seiner wirtschaftlichen Hilfsquellen in Kauf zu nehmen, kann es durch die Einführung protektionistischer Maßnahmen eine Verbesserung der Handelsbilanz erzielen, die effektive Nachfrage nach seinen Produkten steigern und ein internes Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung erreichen.² Die Verbesserung der Handelsbilanz des ersten Landes wird aber die Handelsbilanzen anderer Länder verschlechtern und dort Beschäftigung und Volkseinkommen zurückgehen lassen. Rückwirkungen auf den Beschäftigungsgrad und auf das Volkseinkommen des ersten Landes, das seine Handelsbilanz durch die Einführung protektionistischer Maßnahmen verbessert hat, werden nicht ausbleiben. Die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern wird in jenen Ländern zurückgehen, und entsprechend ihrer Grenzneigung zum Importieren werden sie ihre Einfuhr aus dem ersten Lande einschränken. Die Steigerung des Beschäftigungsgrades über eine Verbesserung der Handelsbilanz dürfte daher kaum eine konstruktive Lösung sein. Die übrigen Länder, die ein Rückgang von Volkseinkommen und Beschäftigung er-

¹ Vgl. R. Nurkse: Conditions of International Monetary Equilibrium. In: Readings in the Theory of International Trade, S. 14.

² Das Gesamteinkommen einer offenen Volkswirtschaft besteht ja aus der Summe der Inlandsausgaben für Konsum- und Investitionszwecke, plus oder minus dem Saldo der Handelsbilanz (oder dem Saldo der Leistungsbilanz, wenn Dienstleistungs- und Kapitaletragsbilanz einbezogen werden).

fahren, werden zu Gegenmaßnahmen greifen. Dies wird besonders dann der Fall sein, wenn es sich bei dem Land, das Beschäftigung und Volkseinkommen über eine Verbesserung der Handelsbilanz zu steigern sucht, um einen großen Industriestaat mit weitgehender weltwirtschaftlicher Verflechtung handelt.

Die Bemerkungen von Keynes selbst über den Merkantilismus sind daher auch nicht in der Weise zu verstehen, als ob er für die konkrete Situation der dreißiger Jahre ein solches Vorgehen befürwortet hätte.¹ Er hat sich sehr wohl davor gehütet, Vorschläge irgendwelcher Art in dieser Richtung zu machen. Er sah klar, daß die Vorteile einer merkantilistischen Politik nur nationaler Art sein können.² Keynes wollte nur hervorheben, daß in dem Streben der Merkantilisten nach einer günstigen Handelsbilanz, entgegen der Auffassung der klassischen Autoren, ein richtiger Kern enthalten sei, nämlich, daß dies die interne Expansion erleichtert. Man solle sich daher davor hüten, die merkantilistischen Lehren damit abzutun, das Streben nach einer günstigen Handelsbilanz beruhe lediglich auf der irrtümlichen Gleichsetzung von Edelmetall mit Reichtum. Keynes argumentiert folgendermaßen: Eine interne wirtschaftliche Expansion hängt von der Anregung der internen und externen (inländische Investitionen im Ausland) Investitionstätigkeit ab. Die interne Investitionstätigkeit wird langfristig durch die Grenzproduktivität (marginal efficiency) des Kapitals und durch den Zinsfuß, die externe durch die Handelsbilanz bestimmt. Der interne Zinssatz wird, außer durch die Liquiditätsneigung des Publikums, durch das Geldangebot bestimmt, das seinerseits durch die Situation der Handelsbilanz beeinflußt wird. Eine günstige Handelsbilanz regt daher die interne Investitionstätigkeit durch Beeinflussung des Geldangebots und des Zinsfußes an, die externe durch die Ermöglichung des Kapitalexports.³

Die Herstellung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung durch die Verbesserung der Handelsbilanz entspricht demnach keineswegs der wirtschaftspolitischen Auffassung von Keynes. Änderungen der Wechselkurse oder die Ergreifung von direkten, insbesondere handelspolitischen Maßnahmen, die dieser Zielsetzung dienen, sind

¹ Vgl. *J. M. Keynes: General Theory*, Kap. 23.

² «It should be understood that the advantages claimed are avowedly national advantages and are unlikely to benefit the world as a whole.» *J. M. Keynes: Ibid.* S. 335.

³ Vgl. *J. M. Keynes: General Theory*, besonders S. 335–340.

daher abzulehnen und müssen in diesem Fall als «aggressive» Maßnahmen¹ bezeichnet werden.

b) Durch interne finanz- und währungspolitische Maßnahmen

Eine Politik zur Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung verlangt, daß die effektive monetäre Nachfrage nach den Gütern einer Volkswirtschaft stets auf einem solchen Stand erhalten bleibt, der die Eingliederung sämtlicher Produktionsfaktoren in den Produktionsprozeß erlaubt, ohne daß inflationäre Preissteigerungen entstehen. Auf welche Weise soll ein internes Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung sichergestellt werden, wenn die effektive Nachfrage zu sinken droht, oder wie kann es erreicht werden, wenn die effektive Nachfrage ungenügend ist und ein internes Gleichgewicht bei Unterbeschäftigung besteht? Im folgenden soll von ersterem Fall ausgegangen und untersucht werden, wie ein Sinken der effektiven Nachfrage verhindert werden kann.

Nach Keynes soll der Staat das Sinken der effektiven Nachfrage durch interne finanz- und währungspolitische Maßnahmen verhindern. Finanzpolitische Maßnahmen bestehen entweder in der Reduktion der Steuersätze oder in der Erhöhung der laufenden Staatsausgaben. Währungspolitische Maßnahmen umfassen alle Erleichterungen der Bedingungen, zu denen leihbare Fonds für Investitionszwecke zur Verfügung gestellt werden.² Eine Reduktion der Steuersätze wird

¹ «Exchange adjustments and import restrictions are aggressive when they aim at creating a surplus in the balance of payments...» «A single country at a time of world depression could conceivably attain a full recovery at home solely by an "aggressive" policy of exchange depreciation or import restriction, creating a surplus in its balance of payments, with the attendant favorable multiplier effects throughout the domestic economy. This it could do only, of course, at the cost of worsening the position in other countries.» Vgl. *R. Nurkse: International Monetary Policy and the Search for Economic Stability*, in *A. E. R.*, Bd. XXXVII, Mai 1947, S. 571/572. Vgl. ferner *R. Nurkse: Domestic and International Equilibrium*, in *S. E. Harris: The New Economics*, S. 274/275. Nurkse unterscheidet zwischen «aggressiven» und «defensiven» Änderungen der Wechselkurse und handelspolitischen Maßnahmen. Dieses Begriffspaar gibt den Sachverhalt gut wieder und soll im Laufe dieser Arbeit verwendet werden.

Die Abwertungswelle in den dreißiger Jahren, welche mit der Abwertung des englischen Pfundes begann und mit jener der Goldblockländer endete, gibt mehrere Beispiele von Wechselkursänderung zwecks Erleichterung der internen Erholung. Meistens bezweckten diese Abwertungen, der internen Kreditexpansion einen größeren Spielraum zu geben. Dies war eindeutig der Fall bei der Abwertung des englischen Pfundes im September 1931 und bei der Entwertung des amerikanischen Dollars im Laufe des Jahres 1933: «Les causes ou les mobiles furent peut-être différents, mais, dans les deux cas, on recourut à la dévaluation en vue de favoriser la reprise du revenu national et de l'emploi.» Vgl. *L'expérience mon. int.* S. 145. (Z. T. gilt dies auch für die Abwertung des belgischen Frankens im März 1935.)

² Unterscheidung nach Meade. Vgl. *J. E. Meade: The Balance of Payments*, S. 99.

die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, insbesondere zu Konsumzwecken, steigern, eine Reduktion der direkten Steuern infolge Erhöhung der disponiblen persönlichen Einkommen, eine Reduktion der indirekten Steuern infolge Senkung der Preise für Güter und Dienstleistungen. Eine Erhöhung der Staatsausgaben führt ebenfalls zu einer Steigerung der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, und zwar sowohl infolge Steigerung der direkten staatlichen Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, als auch infolge der Zunahmeder Kaufkraft in den Händen des Publikums, durch die Erhöhung der Staatsausgaben für Sozialbeiträge und andere Transfereinkommen. Dies wird aber nur dann der Fall sein, wenn die höheren Staatsausgaben weder durch eine Erhöhung der Steuern finanziert werden, noch die Zunahme der Anleihenaufnahme seitens des Staates zu einer Verschlechterung der Bedingungen führt, zu denen leihbare Fonds dem privaten Sektor für Investitionszwecke zur Verfügung stehen. Währungspolitische Maßnahmen bestehen meistens in einer Erhöhung des Geldangebots seitens des Bankensystems. Dies führt zu einer Senkung der Zinssätze. Die Erhöhung des Geldangebotes kann dadurch geschehen, daß die Banken neugeschaffenes Geld zu niedrigeren Zinssätzen dem Publikum direkt zur Verfügung stellen. Die Banken können auch «Offen-Markt»-Operationen durchführen und Wertpapiere aufkaufen. Diese Käufe führen zu einer Preiserhöhung der Wertpapiere und daher zu einem Fallen ihrer Rendite. Wirtschaftssubjekte, die auf dem Kapitalmarkt durch die Ausgabe von neuen Wertpapieren Geld für Investitionszwecke aufnehmen wollen, können dies zu günstigeren Bedingungen tun. Ein Fallen der Zinssätze dürfte daher zu einer Steigerung der Investitionstätigkeit führen. Außerdem wird ein Fallen der Zinssätze eine Abnahme der Spartätigkeit zur Folge haben und mehr Geld wird für Konsumzwecke ausgegeben. Die gesamte Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen wird daher steigen, unter der Bedingung allerdings, daß diese währungspolitischen Maßnahmen nicht von einer Erhöhung der Steuersätze oder einer Reduktion der Staatsausgaben begleitet werden. Dies soll zum Skizzieren der Wirkungen der internen finanz- und währungspolitischen Maßnahmen genügen.

Unter der Annahme, daß es sich um eine Volkswirtschaft mit äußeren Wirtschaftsbeziehungen handelt, kann die effektive monetäre Nachfrage auch infolge eines Sinkens der äußeren Nachfrage nach

Gütern und Dienstleistungen der betreffenden Volkswirtschaft zurückgehen. Die Folge dieses Nachfragerückgangs ist eine Teildepression in der Exportindustrie. Wie stark der Rückgang der externen Nachfrage und die Teildepression in der Exportindustrie sein wird, hängt von der ausländischen Einkommenselastizität der Nachfrage nach den Exportprodukten des Inlandes (oder von der ausländischen Grenzneigung zum Importieren) ab. Die Teildepression in der Exportindustrie, der daraus entstehende Rückgang der Einkommen und der Beschäftigung wird auch auf die anderen Wirtschaftszweige übergreifen und somit eine multiplikative Wirkung haben. Wie schnell und in welchem Ausmaß dies eintritt, hängt sowohl von den Elastizitätsverhältnissen der ausländischen Importnachfrage, als auch von der besonderen Wirtschaftsstruktur des betreffenden Landes und der relativen Bedeutung des Außenhandels, d. h. von seiner jeweiligen Verflechtung im Welthandel ab.

Ging Keynes hauptsächlich von der Voraussetzung einer geschlossenen Volkswirtschaft aus, was ihm ja oft zum Vorwurf gemacht wurde,¹ so sind jedoch in einem offenen Wirtschaftssystem dieselben Prinzipien gültig wie in einem geschlossenen System. Droht die effektive Nachfrage infolge eines Rückgangs der Nachfrage nach den Exportgütern zu fallen, so muß dieser Rückgang durch eine Ausdehnung der internen Nachfrage ausgeglichen werden. Ähnlich wie in einer geschlossenen Volkswirtschaft hat dies mittels interner Finanz- und währungspolitischer Maßnahmen zu geschehen. In der gleichen Weise muß eine Volkswirtschaft mit äußeren Wirtschaftsbeziehungen vorgehen, wenn infolge einer weltweiten Depression die externe effektive Nachfrage nach seinen Produkten ungenügend ist.

3. Kapitel

Die Störung des externen Gleichgewichts

Im Gegensatz zu einer geschlossenen Volkswirtschaft wird es bei Durchführung einer Politik zur Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung in einem offenen System zu einer Störung

¹ «Nothing has done more in my opinion to lead modern economists astray, than the practice which Lord Keynes brought into fashion in the 1930's of reasoning on the hypothesis of a closed economy.» Vgl. Sir *H. Henderson*: *The Function of Exchange Rates*, S. 9.

des äußeren Gleichgewichts kommen, und zwar sowohl in dem Fall des Sinkens als auch des ungenügenden Standes der effektiven Nachfrage.

Im ersten Fall wird das äußere Gleichgewicht vor allem durch den Rückgang der Exporte von Gütern und Dienstleistungen des betreffenden Landes gestört, während die Importe unverändert bleiben. Demnach sind die Einkommensrückgänge im Ausland und die Stabilhaltung der Einkommen im Inland die Ursachen der Störung des äußeren Gleichgewichts. Zudem werden im Ausland die Preise sinken, während sie im Inland unverändert bleiben. Dies wird den Rückgang der inländischen Exporte verstärken und die inländischen Importe steigern. Die ausländischen Güter und Dienstleistungen werden im Vergleich zu den inländischen Gütern und Dienstleistungen billiger und die Konkurrenzposition des Inlandes verschlechtert sich.

Auch im Fall eines ungenügenden Standes der effektiven monetären Nachfrage wird die Politik zur Erreichung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung eine Störung des äußeren Gleichgewichts herbeiführen, und zwar vor allem infolge der Zunahme der Importe von Gütern und Dienstleistungen. Der Grenzneigung zum Importieren entsprechend wird bei Erhöhung der inländischen Einkommen die Nachfrage nach Importgütern steigen. Gleichzeitig werden die inländischen Exporte die Tendenz haben, zurückzugehen, da Güter, die bisher exportiert wurden, jetzt Absatz auf dem inländischen Markt finden. Außerdem werden im Inland die Preise die Tendenz haben, zu steigen, während sie im Ausland unverändert bleiben. Dies wird die Zunahme der inländischen Importe fördern und den Rückgang der inländischen Exporte verstärken.

Noch deutlicher wird die Möglichkeit der Entstehung eines äußeren Ungleichgewichts, wenn nicht nur die Posten der erweiterten Handelsbilanz, sondern auch die Posten der Kapitalverkehrsbilanz berücksichtigt werden.

4. Kapitel

Die Erhaltung des externen Gleichgewichts

Wie kann die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts eines Landes gewährleistet werden, das allein eine Politik zur Erhaltung des in-

ternen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung durchführt? Keynes selbst hat dieser Frage in der *General Theory of Employment Interest and Money* wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Aus einigen Hinweisen, aus seinen früheren Darlegungen sowie aus seinen späteren Vorschlägen zur Schaffung einer Clearing Union darf entnommen werden, daß er der Auffassung war, variable Wechselkurse seien auch hier die geeignete Politik.¹ Eingehender wurde die Frage von den Keynes-Schülern untersucht, die sich besonders mit den internationalen Schwierigkeiten einer Vollbeschäftigungspolitik befaßten.² Im letzten Kapitel dieses Abschnittes sollen die Auffassungen einiger dieser Autoren dargestellt werden. Zunächst sollen die allgemeinen Prinzipien, nach denen das äußere Gleichgewicht kurzfristig und langfristig erhalten werden soll, dargelegt werden, ohne aber auf einzelne Autoren besonders einzugehen.

a) *Durch Einsatz internationaler liquider Reserven und internationale Kreditgewährung*

Erstes Prinzip ist, ein Land soll sich in der Durchführung der Politik zur Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung durch die Entstehung eines äußeren Ungleichgewichts nicht beirren lassen.³ Verfügt ein Land über ausreichende Gold- oder andere internationale liquide Reserven, so ist zunächst kein Grund vorhanden, über die Entstehung eines äußeren Ungleichgewichts beunruhigt zu sein. Das Gleichgewicht der Zahlungsbilanz kann durch den Abfluß dieser Reserven erhalten werden, und der Spielraum, der jeder Volkswirtschaft durch ihre äußeren Wirtschaftsbeziehungen für die Durchführung einer Vollbeschäftigungspolitik gesetzt ist, wird durch den Einsatz dieser Reserven erweitert. Maßnahmen zur Korrektur der Zahlungsbilanz, wie etwa Änderung der Wechselkurse oder Einführung

¹ «I am now of the opinion that the maintenance of a stable general level of money-wages is, on a balance of considerations, the most advisable policy for a closed system; whilst the same conclusion will hold good for an open system, provided the equilibrium with the rest of the world can be secured by means of fluctuating exchanges.» *J. M. Keynes: General Theory*, S. 270.

² Vgl. ferner *National and International Measures for Full Employment*, United Nations, 1949.

³ «... a country in pursuit of this objective – in pursuit, in short, of “full employment” – should never be deterred by difficulties, actual or anticipated, in its balance of external payments.» *R. Nurkse: Domestic and International Equilibrium*, S. 273.

von Import- und Devisenbeschränkungen, sind vorerst unnötig.¹ Eine andere Frage ist es, wie weit ein Land sich dieser Reserven entblößen kann, ehe es zu Korrekturmaßnahmen Zuflucht nimmt. Ein Minimum an solchen Reserven muß als Sicherung gegen unvorhergesehene Ereignisse stets erhalten bleiben. Dieses Minimum wird um so größer sein, je stärker der Wunsch nach Sicherheit des betreffenden Landes ist.

Die Möglichkeit, das äußere Gleichgewicht durch den Einsatz internationaler liquider Reserven zu erhalten, wird daher in erster Linie von der Verteilung dieser Reserven zwischen den einzelnen Ländern abhängen. Sind sie sehr gering, so wird bereits ein saisonaler Rückgang der Nachfrage nach den Exporten eines Landes sie erschöpfen, und es müssen bereits sehr früh Maßnahmen zur Korrektur der Zahlungsbilanz ergriffen werden, soll die Vollbeschäftigungspolitik weitergeführt werden.

Nur für kurzfristige Störungen des äußeren Gleichgewichts erscheint der Einsatz der liquiden Reserven sinnvoll. Herrscht eine Depression außerhalb des betreffenden Landes, so kann mit dem Rückfluß der internationalen Reserven gerechnet werden, sobald die Erholung in den anderen Ländern einsetzt. Handelt es sich um ein wirtschaftlich führendes Land mit weitgehender weltwirtschaftlicher Verflechtung, so wird durch dieses Vorgehen die Wirtschaftstätigkeit in den andern Ländern angeregt und unter Umständen das ganze System aus der Depression herausgerissen, da ja jenes Land seine Importnachfrage auf dem Stand hält, welcher der Situation vor Beginn der Depression entsprach.

Eine andere Möglichkeit, das äußere Gleichgewicht bei einer Politik zur Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung zumindestens kurzfristig zu erhalten, besteht in der Erweiterung der internationalen Kreditgewährung. Allgemein darf erwartet werden, daß infolge der Prosperität Investitionen im Vollbeschäftigungsland, sowohl für das inländische als auch für das ausländische Kapital, interessanter werden. Die Anregung der internationalen Leihfähigkeit hängt jedoch weitgehend von der Art der Maßnahmen ab, durch

¹ «In a world in which economic activity is subject to fluctuation but in which there is a growing demand for stability, the basic function of international currency reserves is to serve as a "buffer" giving each country some leeway for the regulation of its national income and employment and providing it with the means to soften the impact of economic fluctuations arising outside its borders.» *R. Nurkse: Conditions of International Monetary Equilibrium*, S. 16.

welche die effektive Nachfrage auf einem hohen Stand gehalten wird. Erfolgt die Erhöhung oder die Erhaltung der effektiven Nachfrage durch eine Reduktion der Steuersätze, einschließlich Gewinnsteuer, so wird die Investitionstätigkeit im Inland angeregt, der Kapitalimport wird zu- und der Kapitalexport abnehmen. Die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts wird somit erleichtert. Erfolgt jedoch die Erhaltung oder die Erhöhung der effektiven Nachfrage durch währungspolitische Maßnahmen, etwa eine Senkung der inländischen Zinssätze, so wird der Kapitalexport zu- und der Kapitalimport abnehmen und die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts wird erschwert. Die internationalen ertragsorientierten Kapitalbewegungen müssen daher einer Kontrolle unterworfen werden, wobei sich die Schwierigkeit ergibt, die Kontrollmaßnahmen allein auf die Transaktionen der Kapitalverkehrsbilanz zu beschränken.¹

b) Durch Änderung der Wechselkurse und direkte Maßnahmen

Ist ein äußeres Ungleichgewicht langfristiger Natur, so wird seine Beseitigung durch den Einsatz internationaler liquider Reserven oder internationale Kreditgewährung ihre Grenzen erreichen. Früher oder später werden Maßnahmen zur Korrektur der Zahlungsbilanz eingeführt werden müssen. Diese Maßnahmen bestehen entweder in direkten Eingriffen in den Preismechanismus oder in einer Änderung der Wechselkurse. Im Gegensatz aber zu dem Fall, wo diese Maßnahmen zwecks Hebung des Beschäftigungsgrads im eigenen Land erfolgen, dienen sie hier lediglich der Erhaltung des äußeren Gleichgewichts. Sie sind somit als defensive Maßnahmen zu bezeichnen und deshalb berechtigt.² Das Vollbeschäftigungsland hat ja in diesem Fall seinen Beitrag geleistet, um dem gesamten System aus der Depression herauszuhelfen oder das Fortschreiten der Depression zu verhindern.

¹ Vgl. hierzu die Anregungen von J. E. Meade, wie eine Kontrolle der Kapitalbewegungen durchgeführt werden könnte, ohne daß dabei das Prinzip der Freiheit für die laufenden Transaktionen der Zahlungsbilanz aufgegeben werden müßte. *J. E. Meade: The Balance of Payments*, S. 301–303.

² «Exchange adjustments and import restrictions are defensive when they seek to prevent or to remove a deficit in the balance of payments; that is, when they are needed for external equilibrium.» *R. Nurkse: International Monetary Policy and the Search for Economic Stability*. A.E.R. Bd. XXXVII, Mai 1947, S. 571.

c) *Änderung der Wechselkurse oder direkte Maßnahmen?*

Es sei vorausgeschickt, daß zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts und zur Weiterführung der Vollbeschäftigungspolitik die Entscheidung für das eine oder andere Vorgehen nicht von direkter Bedeutung ist.¹ Während aber eine Abwertung die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts über die Änderung der relativen Preise der Import- und Exportgüter sicherstellt, schalten direkte Maßnahmen den Preismechanismus teilweise oder vollkommen aus. Weitere Unterschiede, die sich aber alle auf den ersten zurückführen lassen, liegen in den Wirkungen auf das Ausmaß und die bisherige Richtung der internationalen Güterströme, sowie auf die Höhe und auf die Verteilung des Weltrealeinkommens zwischen den verschiedenen Ländern. Eine Abwertung kann das äußere Gleichgewicht nur über eine Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse (terms of trade) herbeiführen, und je höher die realen Austauschverhältnisse eines Landes sind, desto größer wird sein Anteil an einem gegebenen Weltrealeinkommen sein. Direkte Maßnahmen dagegen werden das äußere Gleichgewicht nur durch Einschränkung der internationalen Arbeitsteilung und durch Verzicht auf deren Vorteile erhalten. Das betreffende Land entfernt sich somit von seiner «Freihandelsposition».² Ausmaß und Richtung der internationalen Güterströme verändern sich. Da aber die Verteilung der produktiven Hilfsquellen auf nationaler und internationaler Basis nur dann optimal sein kann, wenn die einzelnen Länder nur jene Güter mit dem größten komparativen Kostenvorteil herstellen, so muß jede Abweichung von der Freihandelsposition das Weltrealeinkommen schmälern.

Es kann also festgestellt werden, daß eine Abwertung infolge der Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse den Anteil des abwertenden Landes am Weltrealeinkommen verkleinert. Werden direkte Maßnahmen eingeführt, so braucht dies nicht der Fall zu sein. Direkte Maßnahmen gestatten ein selektives Vorgehen und die Beeinflussung einer Auswahl von Einfuhr- und Ausfuhrpreise, was die Herstellung des äußern Gleichgewichts bei Stabilisierung oder sogar Verbesserung der realen Austauschverhältnisse erlaubt.

¹ «For purposes of employment policy, import restrictions are on a par with exchange devaluation.» *R. Nurkse: Domestic and International Equilibrium*, S. 275.

² Vgl. *J. E. Meade: The Balance of Payments*, S. 305.

Was ist unter direkten Maßnahmen zu verstehen und welches sind die hauptsächlichsten Arten?

Jeder Eingriff von staatlicher Seite, welcher, unter der teilweisen oder vollkommenen Ausschaltung des Preismechanismus, die Beeinflussung einzelner Posten oder Postengruppen der Zahlungsbilanz zum Ziele hat, ist als direkte Maßnahme zu bezeichnen.¹ Sowohl quantitative Importrestriktionen, welche unter vollständiger Ausschaltung des Preismechanismus in diskriminierender oder nichtdiskriminierender Weise nur einzelne Posten der Handelsbilanz beeinflussen, als auch ad valorem Zölle oder Subsidien, welche unter Aufrechterhaltung des Preismechanismus in nichtdiskriminierender Weise sämtliche Posten der Handelsbilanz beeinflussen, wären somit direkte Maßnahmen. Im einzelnen kann zwischen devisenpolitischen, finanzpolitischen und handelspolitischen Maßnahmen unterschieden werden.²

Unter *devisenpolitischen Maßnahmen* wären Devisenbewirtschaftung als auch Systeme mit verschiedenen Wechselkursen einzureihen.

Maßnahmen zur Devisenbewirtschaftung monopolisieren alle Zahlungen von und nach dem Ausland in der Hand der monetären Zentralstelle. Wer eine Zahlung nach dem Ausland tätigen will, muß die dazu notwendigen ausländischen Zahlungsmittel bei der monetären Zentralstelle zum offiziellen Wechselkurs erwerben; alle ausländischen Zahlungsmittel aus Exporterlösen müssen an die monetäre Zentralstelle zum offiziellen Wechselkurs abgegeben werden. Durch Abstufung der Zahlungen nach dem Ausland entsprechend ihrer Dringlichkeit und durch Zuteilung der ausländischen Zahlungsmittel auf die verschiedenen Verwendungen kann die Nachfrage nach Devisen dem Angebot angepaßt werden. Demselben Ziel dient die Einführung eines *Systems mit verschiedenen Wechselkursen*, in welchem die Wechselkurse gemäß der Dringlichkeit der Auslandsverpflichtungen festgesetzt werden.³

Als *finanzpolitische Maßnahme* wären ad valorem Zölle auf bestimmten Einfuhrgütern oder auf der gesamten Einfuhr zu bezeichnen,

¹ Vgl. J. E. Meade: The Balance of Payments, S. 263.

² Vgl. J. E. Meade: Ibid. S. 264 und folgende.

³ Der Wechselkurs für die nicht lebensnotwendigen Importe kann sogar entsprechend den Verhältnissen von Angebot und Nachfrage schwanken. Vgl. hierzu die Vorschläge von R. Triffin in: National Central Banking and the International Economy, Postwar Economic Studies, No. 7, September 1947, S. 46 und folgende.

die besonders dann zu einer Verbesserung der Zahlungsbilanz beitragen, wenn die inländische Importnachfrage sehr elastisch ist. Dem gleichen Ziel dient die Festsetzung von ad valorem Zöllen auf bestimmten Exportgütern (im Falle, wo die Elastizität der ausländischen Nachfrage kleiner als 1 ist) oder ihre Verbilligung durch Subsidien (im Falle, wo die Elastizität der ausländischen Nachfrage größer als 1 ist). Finanzpolitische Maßnahmen werden den Preismechanismus vollkommen erhalten. Sie können aber nur für die Beeinflussung der sichtbaren Ein- und Ausfuhr angewendet werden.

Handelspolitische Maßnahmen bestehen in der wertmäßigen oder mengenmäßigen Beschränkung der Ein- und Ausfuhr bestimmter Güter oder Güterkategorien. Im Extremfall führen sie zu einer Monopolisierung des gesamten Außenhandels in der Hand des Staates. Ihre häufigste Form sind Importquoten. Hier wird der Preismechanismus vollkommen ausgeschaltet und durch die direkte Zuteilung der knappen Importgüter mittels Lizenzen und Rationierung ersetzt. Handelspolitische Maßnahmen geben einem einzelnen Land die größte Vielfalt an Möglichkeiten, um mit Hilfe von diskriminierenden Bestimmungen und bilateralen Handelsverträgen die realen Austauschverhältnisse auf Kosten anderer Länder zu seinen Gunsten zu gestalten. Es sind auch jene Maßnahmen, die zu der weitgehendsten Einschränkung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen führen.

Vergleicht man die direkten Maßnahmen mit einer Abwertung, so ist ihnen der Vorteil eigen, die einzelnen Posten der Zahlungsbilanz gesondert zu beeinflussen, während eine Abwertung alle Posten der Zahlungsbilanz beeinflußt. Da sowohl die Elastizität der inländischen Nachfrage nach den verschiedenen Einfuhrgütern als auch jene der ausländischen Nachfrage nach den verschiedenen Ausfuhrgütern für jedes einzelne Gut verschieden ist, kann ein äußeres Gleichgewicht ohne Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse erreicht werden, allerdings auf Kosten einer weit größeren Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse der übrigen Länder sowie einer Einschränkung und Änderung der bisherigen Richtung der internationalen Güterströme.

Zudem sind die direkten Maßnahmen, die zur Beseitigung eines äußeren Ungleichgewichts am wirksamsten sind und deshalb am häufigsten angewendet werden, nämlich Devisenbewirtschaftung und Einfuhrbeschränkung, gerade jene, welche den Preismechanismus voll-

kommen ausschalten. Die Ausschaltung des Preismechanismus führt zu einer Spanne zwischen den Weltmarktpreisen und den inländischen Preisen jener Güter, welche durch die direkten Maßnahmen betroffen werden. Wer wird nun der Nutznießer dieses Preisunterschieds sein? Besteht eine wirksame Preiskontrolle, so wird es der Verbraucher sein. Ferner kann es der Importeur sein, der, im Besitz der Importlizenz, zu niedrigen Weltmarktpreisen einkauft und zu höheren Inlandpreisen verkauft. Schließlich kann der ausländische Lieferant der Nutznießer sein. Die Spanne zwischen den Angebotspreisen auf dem Weltmarkt und den Nachfragepreisen im Inland legt somit auch intern den Preismechanismus lahm.¹

Die Tatsache, daß die am meisten angewendeten direkten Maßnahmen spezifischen Charakter haben und den Preismechanismus ausschalten, gibt ihnen eine eindeutige Überlegenheit gegenüber einer Abwertung, vorausgesetzt die Elastizitäten der inländischen und der ausländischen Importnachfrage sind sehr gering. Hier wird eine Abwertung eine Störung des äußeren Gleichgewichts nur dann beseitigen, wenn eine sehr weitgehende Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse und damit eine Senkung der Realeinkommen in Kauf genommen wird. Die Beseitigung einer Störung des äußeren Gleichgewichts unter Beibehaltung des Preismechanismus wäre in diesem Fall sehr langwierig und daher zur Beseitigung von plötzlich auftretenden Störungen kaum geeignet.

Die Entscheidung zugunsten der einen oder der anderen Maßnahme dürfte daher im Endergebnis von den Elastizitätsverhältnissen der inländischen und ausländischen Importnachfrage abhängen. Leider gibt es aber wenig statistische Untersuchungen über die Elastizitätsverhältnisse, und die vorhandenen deuten darauf hin, daß auf kurze Frist die Elastizitäten eher gering sind.² Auf lange Frist dürften sie jedoch genügend groß sein, um den Erfolg einer Abwertung zu sichern, wenn folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

¹ Meade schlägt zur Vermeidung dieser Preisspanne die Versteigerung der Importlizenzen vor. Vgl. *J. E. Meade: Planing and the Price Mechanism*, London 1948, S. 87–89. Ferner *J. E. Meade: The Balance of Payments*, S. 286–287.

² Vgl. *Randall Hinshaw: American Prosperity and the British Balance of Payments Problems*. In: R.E.S. Bd. XXVII, Februar 1945, S. 4 und *Chan Tse-Chung: The British Demand for Imports in the Inter-War Period*, In *Economic Journal*, Bd. LVI, Juni 1946, S. 147. Hinshaw schätzte hier die Elastizität der Importnachfrage für Amerika auf 0,5, während Chan Tse-Chung für England die Zahl 0,64 ermittelte.

1. Außerhalb des abwertenden Landes dürfen weder Einfuhrbeschränkungen noch sonstige Handelshemmnisse bestehen, die einer Änderung der internationalen Güterströme durch relative Preisänderungen im Wege stehen, da die inländische und die ausländische Importnachfrage um so elastischer sind, je geringer die Handelshemmnisse außerhalb des abwertenden Landes sind. Bestehen bereits überall Handelshemmnisse, so muß eine Änderung der relativen Preise ohne Erfolg bleiben und die Einführung direkter Maßnahmen wird nicht zu umgehen sein.

2. Der Einfluß einer Abwertung wird sich erst nach einer gewissen Zeit bemerkbar machen, wenn Produktion und Verbrauch sich den neuen Preisverhältnissen angepaßt und sich auf die nun billigeren Güter umgestellt haben. Die Elastizität der Substitution und damit die Elastizität der inländischen und ausländischen Importnachfrage wird daher auf lange Frist weit größer sein als auf kurze Frist. Eine Änderung der Wechselkurse dürfte daher zur Beseitigung von langfristigen Störungen des äußeren Gleichgewichts in der Mehrzahl der Fälle direkten Maßnahmen vorzuziehen sein.¹

5. Kapitel

Die ideale Lösung auf internationaler Ebene

Geht die externe Nachfrage nach den Produkten eines Landes infolge einer weltweiten Depression zurück, so kann das interne Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung durch die Erweiterung der internen effektiven Nachfrage erhalten werden. Infolgedessen wird die Importnachfrage des betreffenden Landes auf dem Stand bleiben, welcher der Situation vor Beginn der Depression entsprach. Es werden daher vom Vollbeschäftigungsland keine Tendenzen ausgehen, den Rückgang der effektiven Nachfrage in anderen Ländern, die mit ihm in Wirtschaftsbeziehungen stehen, zu verstärken. Handelt es sich um ein wirtschaftlich führendes Land, so wird es dazu beitragen, die Depression und den Rückgang der effektiven Nachfrage in den übrigen

¹ «The problem which confronts us today is how to preserve the long-run position of exchange adjustments, while frankly recognizing the short-run limitations. To solve this problem, we must prevent the direct controls which may be necessary in the short-run, from becoming frozen into a permanent system of trade regulation.» Loyd A. Metzler: *The Theory of International Trade*, S. 233.

Ländern zu überwinden. Das äußere Gleichgewicht des Vollbeschäftigungslandes wird jedoch gestört werden. Fehlen liquide Reserven oder Kredithilfen, so müssen entweder Maßnahmen zur Korrektur der Zahlungsbilanz eingeführt oder die Vollbeschäftigungspolitik muß aufgegeben werden.

Wenn nun jene Länder, die durch ihre wirtschaftliche Bedeutung und durch ihre internationale Handelsverflechtung die weltwirtschaftliche Konjunkturentwicklung bestimmen, bei einem Rückgang ihrer externen effektiven Nachfrage gleichzeitig und koordiniert interne finanz- oder währungspolitische Maßnahmen ergreifen, so kann eine weltweite Depression bereits in ihren Anfängen erstickt werden. Ein Block von Vollbeschäftigungsländern wird entstehen und sowohl das interne als auch das externe Gleichgewicht ist gesichert. Direkte Maßnahmen oder Wechselkursänderungen zum Schutze der Zahlungsbilanz werden weitgehend überflüssig. Eine de-facto-Stabilität der Wechselkurse auch auf lange Frist und gleichzeitige Freiheit in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen würde das Ergebnis sein. Der Konflikt zwischen den Zielen der inneren und der äußeren Währungspolitik, nämlich der Stabilität der Preise und der Einkommen einerseits und der Stabilität der Wechselkurse andererseits, welcher innerhalb der Goldwährung nicht gelöst werden konnte, wäre beseitigt.¹ Im Unterschied zur Goldwährung aber, würde die externe monetäre Stabilität nicht mehr auf Kosten der internen monetären Stabilität erreicht werden, sondern sie wäre das Ergebnis der internen monetären Stabilität.²

¹ «From the experience of the inter-war period I come back always to the conclusion that the problem of international monetary stability is primarily that of maintaining a state of proper economic health in the leading countries; and that this is the only workable answer to the whole conflict between internal and external monetary stability, about which discussions of the gold standard for years revolved. This means collaboration to maintain both a high level of real income within the leading countries and a high degree of exchange stability between them. If this could be done, the problem of maintaining exchange stability for the other countries, and a reasonable state of economic well-being within them, would probably not present major difficulties. *J. H. Williams: The Keynes and White Plans. In Post-War Monetary Plans, Oxford 1949, S. 153.*

² «The doctrine of international coordination of national policies for the maintenance of productive activity and employment has undoubtedly a strong appeal. If it can be realized, then it is possible that a high degree of exchange stability may be secured as a result of domestic stability in the various individual countries, *R. Nurkse: Domestic and International Equilibrium, S. 281.*

Die Notwendigkeit zur Koordination der Maßnahmen zur Erhaltung der wirtschaftlichen Aktivität in den verschiedenen Ländern und zur Bekämpfung der Depression wurde bereits in den dreißiger Jahren eingesehen. So hat Lord Keynes schon im Jahre 1933, zu einem Zeitpunkt, als sich die meisten Länder am Tiefpunkt der großen Welt-

Jedoch selbst wenn diese internationale Koordination möglich wird, so werden konjunkturelle Bewegungen und Änderungen des Volkseinkommens und des Beschäftigungsgrades nie vollkommen ausgeschaltet werden können, da der Erfolg einer Vollbeschäftigungspolitik wesentlich von den wirtschaftlichen und politischen Voraussetzungen eines jeden einzelnen Landes abhängt.¹ Außerdem wird es immer noch aus saisonalen oder andern Gründen zu kurzfristigen Störungen des Zahlungsbilanzgleichgewichts kommen. Auch wird die Fähigkeit der einzelnen Länder, bei der Durchführung einer Politik zur Erhaltung der Vollbeschäftigung inflatorische Preisbewegungen zu verhindern, nicht die gleiche sein. Trotz der Koordinierung der internen Maßnahmen wird es daher weiterhin zu kurzfristigen Störungen des äußeren Gleichgewichts kommen. Funktion der internationalen liquiden Reserven ist es, diese kurzfristigen Ungleichgewichte der Zahlungsbilanz zu überbrücken.

wirtschaftskrise befanden, die Notwendigkeit einer solchen Koordinierung gefordert. Nur so könne eine weltweite Depression wirksam bekämpft werden, ohne daß die einzelnen Länder Schwierigkeiten in der Erhaltung ihres äußeren Gleichgewichts haben werden.

«We should attach great importance to the simultaneity of the movement towards increased expenditure. For the pressure on its foreign balance which each country fears as the result of increasing its own loan-expenditure, will cancel out if other countries are pursuing the same policy.» *J. M. Keynes: The Means to Prosperity*, S. 24.

Auch in einem Bericht des Völkerbundes aus dem Jahre 1938 wurde die Koordination der nationalen Maßnahmen zur Erhaltung der wirtschaftlichen Aktivität und zur Bekämpfung der Depression gefordert. Die Argumente für eine Koordination wurden dort folgendermaßen zusammengefaßt:

«Il ressort des débats qu'un grand nombre des pays préféreraient aujourd'hui adopter des politiques destinées à accroître le pouvoir d'achat, au moment des dépressions, plutôt que d'instituer des mesures de restriction, s'ils n'avaient pas à tenir compte des répercussions défavorables sur leurs balances des paiements. Ceci soulève la question très importante de la coordination internationale des politiques nationales de lutte contre les dépressions. Si, durant une période de régression internationale, la majorité des nations les appliquaient simultanément et dans un esprit d'entente, le risque de perturbations monétaires serait beaucoup moindre qu'il ne l'a été au cours de la dernière crise, car les chances de provoquer une amélioration réelle de l'emploi de main-d'œuvre et de la production seraient plus considérables.» *Société des Nations, Supplément spécial No. 185, 1938*, S. 64.

¹ «Cependant, même si les divers pays poursuivaient délibérément cet objectif et se mettaient d'accord au sujet des mesures intérieures appropriées, leurs efforts ne rencontreraient probablement pas un égal succès, car chaque pays se heurterait certainement à des difficultés particulières, politiques aussi bien qu'économiques. La puissance des forces cycliques peut varier d'un pays à l'autre; le rythme de formation des capitaux, qui est à la base du cycle économique, n'est nullement le même dans les diverses régions du monde. L'importance relative des industries d'investissement n'est pas identique dans tous les Etats industriels et, d'autre part, il existe de grandes différences en ce qui concerne les pouvoirs gouvernementaux, les rouages administratifs, la mobilité de la main-d'œuvre, l'organisation industrielle, la psychologie des affaires, etc.» *Ibid.* S. 64/65.

Die Haltung von internationalen liquiden Reserven in einem Ausmaß, um allen eventuellen Schwierigkeiten begegnen zu können, ist aber mit Kosten verbunden. Es ist daher wünschenswert, die internationale Kreditgewährung wieder zu einem wirksamen Instrument des kurzfristigen Zahlungsbilanzausgleichs werden zu lassen. Wenn dies auch unter den heutigen Umständen auf privatwirtschaftlicher Basis noch recht schwierig sein dürfte, so könnte vorerst die internationale Kreditgewährung auf staatlicher Basis erfolgen, indem die Überschußländer den Defizitländern ihre Forderungen kurzfristig kreditieren. Es würde so ein Ersatz für die kurzfristige ertragsorientierte Kreditgewährung geschaffen, die vor 1914 mit Hilfe der Diskontsatzänderungen das reibungslose Funktionieren der Goldwährung ermöglichte. Da eine Änderung der Wechselkurse für die Beseitigung einer kurzfristigen Störung des äußeren Gleichgewichts kaum die geeignete Maßnahme sein dürfte, wäre in Fällen eines plötzlich auftretenden äußeren Ungleichgewichts die Einführung von direkten Maßnahmen berechtigt, wenn eine Finanzierung durch den Einsatz internationaler liquider Reserven oder durch internationale Kreditgewährung nicht erwartet werden kann.

Wird durch die Koordination der internen wirtschafts-, finanz- und währungspolitischen Maßnahmen die Entstehung von größeren Depressionen verhindert, so werden langfristige Störungen des äußeren Gleichgewichts nur noch im Falle von strukturellen Änderungen auftreten. Ferner ist noch zu erwähnen, daß es langfristig auch zu keinen Störungen des äußeren Gleichgewichts mehr kommen kann, die ihre Ursache in einer verschiedenen Preisentwicklung und Preispolitik haben.¹ In dieser Arbeit wurde den äußeren Ungleichgewichten, die ihre Ursache in einer verschiedenen Preisentwicklung haben und als Preisungleichgewichte² zu bezeichnen wären, wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Eine Politik zur Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung soll ja unter Vermeidung von inflatorischen und deflatorischen Preisbewegungen erfolgen. Die Koordination der nationalen auf die Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbe-

¹ Eine verschiedene Preisentwicklung und im besonderen die Unfähigkeit, inflatorische Tendenzen zu verhindern, sind in den zwanziger Jahren die häufigste Ursache eines äußeren Ungleichgewichts gewesen. Vgl. *L'expérience monétaire internationale*, S. 128-131.

² Vgl. *J. J. Polak: Exchange Depreciation and International Monetary Stability*. In R. E. S. Bd. XXIX, August 1947, S. 174.

schäftigung gerichteten Maßnahmen wird daher nicht nur eine ähnliche Entwicklung der Einkommen und des Beschäftigungsgrades, sondern auch der Preise in den verschiedenen Ländern sicherstellen. Kurzfristig mag es trotzdem noch zu Differenzen in der Preisentwicklung zwischen den verschiedenen Ländern kommen. Diese sollen durch interne währungspolitische Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation bzw. der Deflation beseitigt werden.

6. Kapitel

Die Argumente der Autoren der Keynes-Schule für und wider eine Politik variabler Wechselkurse

Bei Durchsicht der Schriften von Autoren, die auf Keynes aufbauen und sich besonders mit den internationalen Schwierigkeiten einer Vollbeschäftigungspolitik befassen, läßt sich feststellen, daß über die im Vorhergehenden dargestellten Ziele kaum Meinungsverschiedenheiten bestehen. Aggressive Maßnahmen sind abzulehnen und die Erhaltung oder die Erreichung des internen Gleichgewichts hat durch interne Maßnahmen zu erfolgen. Bei kurzfristigen Störungen soll die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts in erster Linie durch den Einsatz von internationalen liquiden Reserven oder durch internationale Kreditgewährung erfolgen. In einer Erweiterung der internationalen Liquidität sehen alle eine wesentliche Voraussetzung für die Durchführung der Vollbeschäftigungspolitik durch die einzelnen Länder. Auch jene Autoren, die langfristig die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch Änderung der Wechselkurse befürworten, glauben nicht an die Wirksamkeit dieser Maßnahmen im Falle von kurzfristigen Störungen. Ferner wird von allen Autoren verlangt, daß die internen finanz- und währungspolitischen Maßnahmen nach Möglichkeit koordiniert werden sollen. Nur so könne die Durchführung einer Vollbeschäftigungspolitik für jedes einzelne Land erleichtert, weltwirtschaftliche Depressionen wirksam bekämpft und die Gefahr der Entstehung eines äußeren Ungleichgewichts aus konjunkturellen Gründen weitgehend ausgeschaltet werden. Uneinigkeit besteht allein darüber, ob langfristig der Erhaltung des äußeren Gleichgewichts durch Wechselkursänderungen oder durch direkte, insbesondere handelspolitische Maßnahmen erfolgen soll.

Eine Politik variabler Wechselkurse wird von jenen Autoren befürwortet, welche den Preismechanismus so weit als möglich erhalten möchten. Einer der konsequentesten Verteidiger des Preismechanismus und Vertreter einer Politik variabler Wechselkurse dürfte wohl *J. E. Meade*¹ sein. Für ihn hängt die Entscheidung zugunsten einer Abwertung oder zugunsten direkter Maßnahmen im wesentlichen von den Elastizitätsverhältnissen der inländischen und ausländischen Importnachfrage ab. Die Entscheidung falle zugunsten einer Abwertung aus, wenn die Summe der Elastizitäten der inländischen und der ausländischen Importnachfrage größer als 1 sei.² Trotz des Fehlens statistischer Untersuchungen sei anzunehmen, daß die relevanten Elastizitäten – insbesondere die Elastizität der Substitution der Güter, die in den internationalen Handel eintreten, welche ja maßgeblich die Elastizität der inländischen und der ausländischen Importnachfrage beeinflußt, groß genug sind, damit eine Änderung des Wechselkurses ein langfristiges äußeres Ungleichgewicht beseitigen könne. Folgende wichtige Voraussetzungen müssen dazu erfüllt sein:

1. Die handelspolitischen Hindernisse dürfen kein zu großes Ausmaß erreichen.

2. Die verschiedenen Länder müssen zur sofortigen Finanzierung des Zahlungsbilanzdefizits im Besitz von genügend Gold oder anderen internationalen Zahlungsmitteln sein.

3. Plötzliche und katastrophale Änderungen der weltwirtschaftlichen Situationen, etwa infolge einer größeren Depression, müssen verhindert werden.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, so wird für die Beseitigung einer langfristigen Störung die Entscheidung stets zugunsten einer Abwertung ausfallen müssen, und zwar sowohl im Fall eines kleinen Landes mit geringem Anteil an der Weltnachfrage als auch im Fall eines wirtschaftlich führenden Landes oder einer Gruppe von großen Ländern.³ In beiden Fällen dürfte eine Abwertung, ohne eine allzu weitgehende Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse, das äußere Gleichgewicht wieder herstellen. Im Falle eines kleinen Landes

¹ Vgl. *J. E. Meade: An Introduction to Economic Analysis and Policy*, London 1937, 2. Aufl., S. 325 ff. *Planing and the Price Mechanism*, London 1948, S. 85 ff. *The Balance of Payments*, London 1951.

² *J. E. Meade: The Balance of Payments*, S. 72.

³ Vgl. *J. E. Meade: Planing and the Price Mechanism*, S. 99.

wird bereits eine kleine Senkung der Preise zu einer Steigerung der Exporte führen und das Zahlungsbilanzdefizit beseitigen, da nämlich die Exporte des betreffenden Landes mit einer großen Zahl von Substitutionsgütern im Wettbewerb stehen und die Elastizität der Substitution als auch der ausländischen Nachfrage nach den inländischen Exportgütern sehr groß sein wird. Im Falle eines großen Landes oder einer Gruppe von Ländern wird bereits eine geringe Erhöhung der Preise zu einer ausreichenden Senkung der Importe führen und das Zahlungsbilanzdefizit beseitigen, da die Einfuhr mit vielen Substitutionsgütern auf den inländischen Märkten im Wettbewerb steht, und die Elastizität der Substitution als auch der inländischen Importnachfrage deshalb sehr groß sein wird. Je größer jedoch die Gruppe von Ländern ist, um so vorteilhafter ist es, das Defizit der Zahlungsbilanz durch diskriminierende Importrestriktionen gegenüber dem Rest der Welt zu beseitigen, da die Elastizität der Substitution ihrer Exporte und damit die Elastizität der ausländischen Nachfrage nach ihren Exporten abnimmt. Eine Abwertung wird daher die realen Austauschverhältnisse verschlechtern, aber kaum zu einer Zunahme der Ausfuhr führen. Ferner wird die Anzahl der Importgüter, die sich nicht durch inländische Substitutionsgüter ersetzen lassen, kleiner werden. Die Einführung von Importrestriktionen jedoch wird die betreffende Ländergruppe weder von ihrer Freihandelsposition wesentlich entfernen noch die Realeinkommen verschlechtern.¹ Im Gesamtinteresse muß aber die Entscheidung stets zugunsten einer Abwertung ausfallen, denn was ein Land durch die Verschlechterung seiner realen Austauschverhältnisse verliert, werden andere Länder gewinnen, während die Erweiterung des internationalen Güteraustauschs allen Ländern zugute kommt.

Auch im nationalen Interesse ist eine Abwertung vorzuziehen, weil sie nicht zwischen den einzelnen Einfuhrgütern diskriminiert, weil sie keine administrativen Kontrollen verlangt, weil sie weder Mißbräuche fördert, noch eine Spanne zwischen den inländischen Nachfragepreisen und den Weltmarktpreisen entstehen läßt. Eine Abwertung wird die Preise der Einfuhrgüter dem inländischen Preissystem ohne Schwierigkeiten eingliedern, Rationierung und interne Preiskontrollen überflüssig machen.

¹ Vgl. *J. E. Meade: Planning and the Price Mechanism*, S. 99/100.

Auch *R. Nurkse*¹ möchte den Preismechanismus soweit als möglich erhalten und einer Politik variabler Wechselkurse den Vorzug geben, wenn auch direkte Maßnahmen und Wechselkursänderungen für die Weiterführung der Vollbeschäftigungspolitik an sich als gleichwertig anzusehen sind.² Direkte Maßnahmen zum Schutze der Zahlungsbilanz werden aber oft über die erlaubten Grenzen hinaus ausgedehnt und führen schließlich zur bilateralen Lenkung des internationalen Güteraustausches durch Handels- und Zahlungsabkommen. Diese bilateralen Abkommen erweitern zwar den Spielraum eines einzelnen Landes, der ihm durch die außenwirtschaftlichen Verhältnisse für die Durchführung einer Vollbeschäftigungspolitik gesetzt ist. Ein solches Vorgehen stellt aber eine Form der Ausbeutung anderer Länder dar und ist deshalb abzulehnen. Demgegenüber ist einer Wechselkursänderung im internationalen Interesse stets der Vorzug zu geben.³ Allerdings ist sie auf kurze Frist wenig wirksam. Direkte Maßnahmen wären daher in vereinzelten Fällen berechtigt, wenn die Finanzierung des Defizits durch internationale liquide Reserven nicht erwartet werden kann, allerdings nur so lange Zeit, als für die langfristige Wiederherstellung des äußeren Gleichgewichts durch die Änderung der Wechselkurse benötigt wird. Langfristig dürfte eine Änderung der Wechselkurse das äußere Gleichgewicht ohne Schwierigkeiten wiederherstellen, es sei denn die Elastizitätsverhältnisse seien ungewöhnlich.

Auch *R. F. Harrod*⁴ möchte den Preismechanismus erhalten und befürwortet eine Politik variabler Wechselkurse. Er betrachtet jedoch direkte Maßnahmen nicht als eine alternative Möglichkeit zu Wechselkursänderungen, sondern sie sind für ihn Krankheiterscheinungen. Es ist eine selbstverständliche Voraussetzung, daß bei Vollbeschäftigungspolitik das äußere Gleichgewicht durch Wechselkursänderungen erhalten werden soll. Die ideale Lösung für die Erhaltung der Vollbeschäftigung auf internationaler Ebene sieht Harrod in der

¹ Vgl. *R. Nurkse*: Conditions of International Monetary Equilibrium. In: Readings in the Theory of International Trade, S. 3. International Monetary Policy and the Search for Economic Stability. In A. E. R. Bd. XXXVII, Mai 1947, S. 569. Domestic and International Equilibrium. In *S. E. Harris*: The New Economics, S. 264. Vgl. auch *L'expérience monétaire internationale*, Kap. IX.

² Vgl. *R. Nurkse*: Domestic and International Equilibrium, S. 275.

³ Vgl. *R. Nurkse*: International Monetary Policy and the Search for Economic Stability, S. 577.

⁴ Vgl. *R. F. Harrod*: International Economics, 3. Aufl., London 1942.

Ausdehnung des zwischenstaatlichen ertragsorientierten Kapitalverkehrs.¹ Ferner widmet Harrod dem richtigen Verhältnis zwischen inländischen Löhnen und Weltmarktpreisen, als der wesentlichen Voraussetzung für die Erhaltung des internen und des äußeren Gleichgewichts, seine Aufmerksamkeit. Da leichte Verschiebungen dieses Verhältnisses nicht zu vermeiden sind, wird es Funktion der Wechselkursänderungen sein, diese auszugleichen.² Eine solche Politik elastischer Wechselkurse würde die internationale Leihfähigkeit kaum beeinträchtigen, da durch die Befolgung der Vollbeschäftigungspolitik in allen Ländern allzu große Änderungen der Kaufkraft der Währungen vermieden werden.

Dieser Gruppe von Autoren, welche den Preismechanismus erhalten möchten und eine Politik variabler Wechselkurse befürworten, stehen jene Autoren gegenüber, welche der Auffassung sind, der Preismechanismus könne weder kurzfristig noch langfristig in der Erhaltung des äußeren Gleichgewichts erfolgreich sein, und deshalb direkten, insbesondere handelspolitischen Maßnahmen, den Vorzug geben. Sie werden oft als «Neo-schachtian School»³ bezeichnet. Ihr bedeutendster Vertreter ist T. Balogh, der seine Argumente ganz besonders geschickt vorbringt.

Für T. Balogh⁴ ist eine Abwertung als Maßnahme zur Erhaltung des äußeren Gleichgewichts eines Vollbeschäftigungslandes in einem weltwirtschaftlichen System, das durch starke konjunkturelle Schwankungen in den bedeutenden Industrieländern gekennzeichnet ist, keine praktische Möglichkeit. Daß die Anregung der ausländischen Nachfrage nur über eine Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse und damit des Realeinkommens des abwertenden Landes möglich ist, ist ihr großer Nachteil. Ferner ist sie eine zu wenig wirksame und exakte Maßnahme, um Friktionsarbeitslosigkeit zu vermeiden.⁵ Im einzelnen hänge die Wirksamkeit einer Abwertung von den Elastizitätsverhältnissen der inländischen und ausländischen Importnachfrage ab. Nur wenn diese groß genug wären, könnten die notwendigen Um-

¹ Ibid. S. 169–171.

² Ibid. S. 179.

³ Vgl. R. Nurkse: Domestic and International Equilibrium, S. 291.

⁴ Vgl. T. Balogh: The International Aspects of Full Employment. In: The Economics of Full Employment, London 1943. Deutsche Übersetzung, Bern 1946. The Dollar Crisis, London 1949.

⁵ Vgl. T. Balogh: The International Aspects of Full Employment, deutsche Übersetzung, S. 233, ferner: The Dollar Crisis, Einleitung, S. XXIV.

stellungen von Verbrauch und Produktion ohne Arbeitslosigkeit erfolgen.¹ Balogh kommt zum Ergebnis, daß auch langfristig die relevanten Elastizitäten gering sind und direkte Maßnahmen im Durchschnitt der Fälle einer Änderung der Wechselkurse daher vorzuziehen sind. Nur wenn es sich um ein kleines Land handelt, dessen Ausfuhr aus einigen wichtigen Rohstoffen mit gut organisierten Weltmärkten besteht, auf denen das Angebot des betreffenden Landes nur ein geringer Teil des Weltangebots darstellt, und dessen Einfuhr hauptsächlich aus dauerhaften Verbrauchs- und Kapitalgütern besteht, deren Nachfrage im Inland sehr elastisch ist, darf angenommen werden, daß eine Abwertung ein Zahlungsbilanzdefizit ohne beträchtliche Friktionen beseitigen kann.²

Anders liegen jedoch die Verhältnisse, wenn es sich um einen großen Industriestaat handelt. Vorausgesetzt, daß im Inland Vollbeschäftigung und außerhalb eine Depression herrscht, dürfte in diesem Fall die Summe der Elastizitäten der inländischen und ausländischen Importnachfrage kleiner als 1 sein. Die ausländische Nachfrage nach den Exporten des Vollbeschäftigungslandes wird sehr unelastisch sein, da die anderen Länder, um eine Zunahme ihrer Importe und einen weiteren Druck auf die Preise zu verhindern, im Falle einer Abwertung sofort Gegenmaßnahmen ergreifen werden. Desgleichen wird die inländische Importnachfrage unelastisch sein, da die inländische Nachfrage unter Vollbeschäftigungsbedingungen auf Preisänderungen nur geringfügig reagiert. Eine nicht auswählende Methode, wie etwa eine Abwertung, wird unter diesen Umständen über eine Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse zu einer Senkung des Lebensstandards und zu unnötigen Opfern führen, sollen die Exporte genügend ausgedehnt werden. Weitere Tendenzen zur Verminderung der Elastizität der inländischen und ausländischen Importnachfrage werden von dem infolge der Vollbeschäftigung unelastischen inländischen Angebot an Exportgütern und Substitutionsgütern zu Importgütern ausgehen.

Unter diesen Umständen seien direkte Maßnahmen daher vorzuziehen. Eine Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse läßt sich umgehen, allerdings auf Kosten anderer Länder.³ Sie gestatten

¹ Vgl. *T. Balogh: The International Aspects of Full Employment*, S. 226.

² *Ibid.* S. 228.

³ Unter diesem Gesichtspunkt bezeichnet aber selbst Balogh direkte Maßnahmen als ausbeuterisch. *Ibid.* S. 236.

eine gesonderte Beeinflussung der einzelnen Import- und Exportposten, je nach der Elastizität ihrer Nachfrage. Sie ermöglichen die direkte Regulierung der Einfuhr und die Ausschaltung jener Einfuhrgüter, die für die Durchführung der Vollbeschäftigungspolitik nicht notwendig sind. Auch wird die Exportanregung weniger Opfer verlangen als im Falle einer Abwertung.

Außer Balogh wären als Vertreter dieser Gruppe noch *M. Kalecki*¹ und *J. Tinbergen*¹ zu erwähnen. Ihre Argumente gegenüber Wechselkursänderungen decken sich jedoch weitgehend mit denjenigen Baloghs. Es darf daher auf ihre Darstellung verzichtet werden.

7. Kapitel

Zusammenfassung

Die Darlegungen dieses Abschnitts erlauben die Schlußfolgerung, daß eine Politik variabler Wechselkurse die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts gewährleistet und eine de-facto-Stabilität der Wechselkurse auch auf lange Frist möglich ist, wenn folgende Voraussetzungen erfüllt werden können:

1. Wechselkursänderungen dürfen nur noch zu defensiven Zwecken, das heißt zum Schutze der Zahlungsbilanz erfolgen. Zu aggressiven Zwecken, das heißt zur Verbesserung des Beschäftigungsgrades im eigenen Lande sind sie auszuschalten.

2. Die großen Industrieländer müssen ihre, auf die Erhaltung der Vollbeschäftigung gerichteten, internen wirtschafts-, finanz- und währungspolitischen Maßnahmen koordinieren.

3. Kurzfristige Störungen des äußeren Gleichgewichts sollen durch den Einsatz von internationalen Reserven oder durch internationale Kreditgewährung überbrückt werden. Auch bei langfristigen Störungen soll das äußere Gleichgewicht durch diese beiden Finanzierungsarten so lange gesichert werden, bis die Einflüsse der Wechselkursänderung wirksam werden. Fehlt diese Möglichkeit, so sind

¹ Vgl. *M. Kalecki*: Multilateralism and Full Employment. In: Canadian Journal of Economics and Political Science, August 1946, S. 324 und folgende. *J. Tinbergen*: International Economic Cooperation, Amsterdam 1946, Kapitel 5.

direkte Maßnahmen unter Umständen berechtigt, sie müssen jedoch später wieder beseitigt werden.

4. Langfristige Störungen des äußeren Gleichgewichts sollen stets durch die Wechselkursänderungen beseitigt werden, sofern die Elastizitätsverhältnisse es gestatten.

Die im vorhergehenden dargelegten Prinzipien, wie die verschiedenen Länder ihr äußeres und ihr internes Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung erhalten sollen, sind gewissermaßen die Quintessenz der Erfahrungen der Zwischenkriegszeit und besonders der dreißiger Jahre. Die Erfahrungen jener letzten Periode haben gezeigt, daß die Erhaltung des internen Gleichgewichts und der internen monetären Stabilität in den verschiedenen Ländern die wesentlichste Voraussetzung für eine de-facto-Stabilität der Wechselkurse auch auf lange Frist ist. Nur wenn diese Voraussetzung erfüllt ist, können Wechselkursänderungen die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts sicherstellen. Damals betrachtete man die interne Geld- und Kreditpolitik sowie die Wechselkurspolitik als nationale Angelegenheit. Die Folge war, daß sowohl Störungen der internen und externen monetären Stabilität, als auch des internationalen monetären Gleichgewichts nicht vermieden werden konnten. Man hatte wohl erkannt, daß die wirtschaftliche und soziale Sicherheit, d. h. die Erhaltung eines hohen Einkommens- und Beschäftigungsniveaus, oberstes Ziel der Wirtschafts- und Währungspolitik sein soll. Da die einzelnen Länder jedoch ohne Koordination und gegenseitige Rücksichtnahme vorgingen, wurde nicht nur die Lösung der internen wirtschaftspolitischen Probleme in jedem einzelnen Land, sondern auch die Rückkehr zu einer internationalen Währungsordnung erschwert. Wohl konnte man Ende der dreißiger Jahre gewisse Erfolge auf dem Wege zu einer internationalen Einigung auf wirtschafts- und währungspolitischem Gebiet und eine Abkehr vom monetären Nationalismus in seiner extremsten Form feststellen. Aber die Entwicklung wurde durch den Zweiten Weltkrieg unterbrochen. Kein Wunder, daß noch vor Beendigung des Krieges die Bemühungen zur Schaffung einer internationalen Währungsordnung, in der die Erhaltung des äußeren und des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung in den verschiedenen Ländern eines der ersten Ziele sein sollte, wieder aufgenommen wurden.

Der Wunsch, die Stabilität des gesamten weltwirtschaftlichen Systems zu sichern, war bereits der Leitgedanke in den zwanziger Jahren,

als auf dem Wege internationaler Vereinbarungen versucht wurde, unerwünschte Schwankungen der Kaufkraft des Goldes zu vermeiden. Aber diese Zielsetzung war zu begrenzt, und die Bemühungen mußten daher ohne Erfolg bleiben, denn die Stabilität der Kaufkraft sichert noch lange nicht die Stabilität des Einkommens- und Beschäftigungsniveaus in den verschiedenen Ländern. Umgekehrt, die Stabilität der Kaufkraft kann nur erreicht werden, wenn es möglich ist, die Stabilität des Einkommens- und Beschäftigungsniveaus in den verschiedenen Ländern zu sichern. Nur wenn die verschiedenen Länder versuchen, die Stabilität des Einkommens- und Beschäftigungsniveaus nach einheitlichen Grundsätzen zu erreichen und bereit sind, ihre nationalen Maßnahmen zur Erhaltung der Stabilität der Preise, des Einkommens- und Beschäftigungsniveaus zu koordinieren, kann die Stabilität des gesamten weltwirtschaftlichen Systems gesichert werden. Erst dann kann eine währungspolitische Lösung auf internationaler Basis angestrebt werden. Wird außerdem die internationale Liquidität der einzelnen Länder erweitert und der langfristige zwischenstaatliche Kapitalverkehr angeregt, so sind sämtliche Voraussetzungen für ein hohes Maß der Stabilität der Wechselkurse mit gleichzeitiger Freiheit in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen gegeben.

Da aber eine vollkommene Koordinierung der Preis- und Lohnpolitik kaum möglich sein dürfte, sind Über- oder Unterwertungen der einzelnen Währungen, welche eine Änderung der Wechselkurse notwendig machen, auch zukünftig kaum zu vermeiden.¹ Außerdem soll den einzelnen Ländern eine gewisse Flexibilität in der Preis- und Lohnpolitik gestattet werden, da ihr Fehlen zu internen Friktionen und Arbeitslosigkeit führen würde. Preisdisparitäten infolge einer zu weitgehenden oder ungenügenden Steigerung der effektiven monetären Nachfrage aber müssen durch interne Maßnahmen zur Bekämpfung der Inflation oder Deflation beseitigt werden.

¹ Vgl. *J. M. Keynes: The Objective of International Price Stability. In: Economic Journal, Juni/September 1943, S. 183 und folgende.*

**Die Diskussion nach dem Zweiten Weltkrieg
über die Frage: «Fixe, fluktuierende oder variable
Wechselkurse?»**

**Die Beseitigung eines strukturellen
Ungleichgewichts**

Einleitend wurde auf den Positionswechsel der neoliberalen Autoren einerseits und der extremen Vertreter der Keynes-Schule andererseits in der Frage fixe, fluktuierende oder variable Wechselkurse hingewiesen. Im folgenden soll näher auf diesen Positionswechsel eingegangen werden.

In der Zwischenkriegszeit und besonders in den dreißiger Jahren sah die Keynes-Schule in einer Änderung der Wechselkurse eine wirksame Maßnahme zur Abschirmung einer Volkswirtschaft vor äußeren konjunkturellen Einflüssen. Anfänglich befaßte sich Keynes in seinen Vorschlägen für eine Politik variabler Wechselkurse lediglich mit der Frage, wie eine einzelne Volkswirtschaft bei verschiedener Preis-, Einkommens- und Beschäftigungspolitik ein äußeres Ungleichgewicht durch Wechselkursänderungen verhindern könne.¹ Unter den Vertretern der Keynes-Schule bildeten sich dann später zwei Gruppen, von denen die eine für diesen Fall jede Wechselkursänderung ablehnte und statt dessen die Ergreifung von direkten Maßnahmen befürwortete.² Für die neoliberalen Autoren kam in jener Zeit eine Politik variabler Wechselkurse nicht in Frage, weil sie ein Kernstück des monetären Nationalismus bilde. Sie lehnten jede autonome Konjunkturpolitik, jede Sonderentwicklung einer Volkswirtschaft und damit auch die Idee, die Währungs- und Wechselkurspolitik in den Dienst einer solchen nationalen Wirtschaftspolitik zu stellen, kategorisch ab. Nach dem Zweiten Weltkrieg aber trat diese Autorengruppe für eine Politik variabler Wechselkurse ein, wohl hauptsächlich deshalb, weil sie den Preismechanismus unter allen Umständen erhalten wollte. Da sie zur Überzeugung gekommen sind, daß die Goldwährung kaum wieder eingeführt werden kann, halten sie es immer noch für

¹ Vgl. *J. M. Keynes: A Tract on Monetary Reform*, London 1923.

² Vgl. Abschnitt IV, Kapitel 6.

besser, Änderungen der Wechselkurse mit allen ihren Nachteilen in Kauf zu nehmen, als direkte Maßnahmen einzuführen.

Es ist jedoch hervorzuheben, daß nach dem Zweiten Weltkrieg die Diskussion über die Frage der Gestaltung der Wechselkurse andere Aspekte als in den dreißiger Jahren in den Vordergrund stellte. Sie erreichte ihren Höhepunkt in den Jahren 1948/49, als die Entscheidung einer Abwertung der europäischen Währungen gegenüber dem amerikanischen Dollar aktuell wurde. Dieses Ungleichgewicht der Zahlungsbilanzen der europäischen Länder gegenüber den Vereinigten Staaten war aber nicht auf eine verschiedene konjunkturelle Entwicklung zurückzuführen, sondern war in der Hauptsache durch strukturelle Änderungen bedingt. Es handelte sich also um ein strukturelles Ungleichgewicht.

Im folgenden soll dargelegt werden, was ein strukturelles Ungleichgewicht ist und ob es durch eine Änderung der Wechselkurse beseitigt werden kann.

1. Kapitel

Was ist ein strukturelles Ungleichgewicht?

Bei einem Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz kann man zwischen einem Ungleichgewicht unterscheiden, das auf eine verschiedene Preis-, Einkommens- und Beschäftigungspolitik und einem solchen, das auf eine Änderung der Bedingungen, die die internationalen Wirtschaftsbeziehungen eines Landes bestimmen, zurückzuführen ist.¹ Ersteres kann in der Mehrzahl der Fälle als temporäres Ungleichgewicht angesehen werden, dessen Beseitigung oder Milderung weder große Produktionsumstellungen, noch eine Senkung des Lebensstandards des Defizitlandes notwendig macht. Gewiß werden auch in diesem Fall Opfer und Einschränkungen verlangt, wie etwa der Abfluß von Gold oder anderer liquider Reserven, die Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse – im Falle einer Abwertung – oder die temporäre Einschränkung des Konsums – im Falle direkter Maßnahmen. Im allgemeinen jedoch schließt die Beseitigung eines solchen Ungleichgewichts die Rückkehr zur Ausgangssituation nicht

¹ Vgl. *J. J. Polak*: Exchange Depreciation and International Monetary Stability. In: R. E. S. Bd. XXIX, August 1947, S. 173 und folgende.

aus, während ein strukturelles Ungleichgewicht die Anpassung an eine neue Situation erfordert.¹

Die Ursachen, die zur Entstehung eines strukturellen Ungleichgewichts führen, können folgende sein: Der Verlust von Absatzmärkten infolge des Erscheinens von Substitutionsgütern, oder infolge einer Nachfrageverschiebung; Unterschiede in der technischen Entwicklung zwischen den verschiedenen Ländern; Produktivitätsänderungen; die Notwendigkeit großer Investitionen oder plötzlicher Militärausgaben; Änderung des Ausmaßes und der bisherigen Richtung des internationalen ertragsorientierten Kapitalverkehrs, die als dauernd angesehen werden muß. Besteht im eigenen Land Vollbeschäftigung, so wäre ein Ungleichgewicht, das seine Ursache in der dauernden Unfähigkeit der Abnehmerländer hat, Vollbeschäftigung zu erreichen, ebenfalls als strukturelles Ungleichgewicht zu bezeichnen.

Das Ungleichgewicht der europäischen Zahlungsbilanzen gegenüber den Vereinigten Staaten in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg darf als strukturelles Ungleichgewicht bezeichnet werden. In erster Linie war es eine Folge des Krieges. Der Verlust an Realkapital durch Kriegseinwirkungen sowie die Unterlassung der notwendigen Neu- und Reinvestitionen während der Kriegszeit führte zu einer verstärkten Nachfrage nach Kapitalgütern und einer Verminderung der Ausbringung an Verbrauchsgütern. Andererseits hatte die Kriegsfinanzierung eine Aufblähung der Nominaleinkommen zurückgelassen, deren Kaufkraft auf den Markt drängte. Der Bedarf an Einfuhrgütern war gewaltig und konnte weder durch direkte Warenexporte, noch durch Gold oder andere internationale liquide Reserven, noch durch Kapitaleinkünfte finanziert werden. Außerdem fand in der Kriegszeit eine Einkommensverschiebung zugunsten der niederen Einkommensgruppen statt, was die Konsumneigung erhöhen mußte. Verstärkt wurde das äußere Ungleichgewicht der europäischen Länder durch Fehler der Wirtschafts- und Währungspolitik als auch durch die Überwertung einer Reihe europäischer Währungen gegenüber dem Dollar.

¹ Es ist hier zu bemerken, daß der Begriff eines strukturellen Ungleichgewichts ein engerer ist, als der Begriff eines fundamentalen Ungleichgewichts in den Satzungen des internationalen Währungsfonds. Dieser Begriff ist zwar in den Satzungen des Fonds selbst nicht eindeutig definiert. Aber aus der umfangreichen Literatur, die in der Diskussion um diesen Begriff entstand, läßt sich ersehen, daß hier beides gemeint ist, sowohl ein strukturelles Ungleichgewicht, als auch ein Ungleichgewicht, das seine Ursache in einer verschiedenen Preis-, Einkommens- und Beschäftigungspolitik hat. Siehe II. Teil.

2. Kapitel

Die Beseitigung eines strukturellen Ungleichgewichts

Zur Beseitigung eines strukturellen Ungleichgewichts muß in erster Linie die Produktion erhöht und der Verbrauch eingeschränkt werden. Da die Verbrauchseinschränkung Einfuhr- und Inlandgüter erfassen muß, wird eine fühlbare Senkung des Lebensstandards nicht zu vermeiden sein. Die Verbrauchseinschränkung erlaubt eine Steigerung der Investitionsausgaben und damit eine Erhöhung von Produktion und Ausfuhr in einem späteren Zeitpunkt. Zwar führen die Anstrengungen zur Beseitigung des strukturellen Ungleichgewichts vorerst zu einer Vergrößerung des ursprünglichen Zahlungsbilanzdefizits. Erfordert doch die Erweiterung und Modernisierung des Produktionsapparates eine Zunahme der Kapitalgütereinfuhr, welche die Einschränkung der Verbrauchgütereinfuhr übersteigen dürfte. Auch dürfte die Neuverteilung der Produktionsfaktoren eine Steigerung der Nominaleinkommen notwendig machen und zu Preis- und Kostensteigerungen führen, was zur Vergrößerung des ursprünglichen Zahlungsbilanzdefizites beitragen muß.

Soll ein strukturelles Ungleichgewicht durch eine Wechselkursänderung beseitigt werden, so werden die Schwierigkeiten weit größer sein als bei einem äußeren Ungleichgewicht, das seine Ursache in einer verschiedenen Preis-, Einkommens- und Beschäftigungspolitik hat. In beiden Fällen hängt der Erfolg der Abwertung und das Ausmaß der notwendigen Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse von der Elastizität der inländischen und ausländischen Importnachfrage ab. Bezeichnet man die Beseitigung des ursprünglichen Zahlungsbilanzdefizits als die primäre und die Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse als die sekundäre Belastung,¹ so wird die sekundäre Belastung bei einem strukturellen Ungleichgewicht, das bleibende Veränderungen verlangt, weit mehr ins Gewicht fallen. Im Falle eines Ungleichgewichts, das seine Ursache in einer verschiedenen Entwicklung der Preise, der Einkommen und des Beschäftigungsgrades hat, darf damit gerechnet werden, daß die realen Austauschverhältnisse sich in einem späteren Zeitpunkt wieder verbessern werden, etwa wenn die Erholung in den anderen Ländern einsetzt und Preise

¹ Vgl. *Ch. P. Kindleberger: The Dollar Shortage*, S. 201.

und Nominaleinkommen dort steigen werden. Eine Abwertung verlangt daher im Falle eines strukturellen Ungleichgewichtes eine ganz besonders sorgfältige Untersuchung der Elastizitätsverhältnisse. Nur wenn die Summe der Elastizitäten der inländischen und ausländischen Importnachfrage weit über dem Wert 1 liegt, darf die Entscheidung zugunsten dieser Maßnahme ausfallen.

Außerdem wird im Falle eines strukturellen Ungleichgewichts die Gefahr von Gegenmaßnahmen seitens anderer Länder weit größer sein. War beispielsweise die eigene Währung überwertet, so wird eine Abwertung kaum das Zahlungsbilanzgleichgewicht anderer Länder stören. Im Falle eines strukturellen Ungleichgewichts jedoch versucht das abwertende Land den Rückgang der externen Nachfrage nach einem Teil seiner Ausfuhr (im Falle einer Nachfrageverschiebung) durch die Sicherstellung eines größeren Anteils an der Weltnachfrage auszugleichen. Zahlungsbilanzdefizite anderer Länder werden entstehen und diese Länder zu Gegenmaßnahmen zwingen, es sei denn, es handle sich beim abwertenden Land um ein sehr kleines Land, mit geringem Anteil an der Weltnachfrage.

Polak¹ hat diesen Tatbestand untersucht und geht zu diesem Zweck von einer anfänglichen Gleichgewichtssituation der Zahlungsbilanzen der beteiligten Länder aus. Infolge einer Nachfrageverschiebung wird die Zahlungsbilanz des Landes 1 passiv im Werte von x . Dieses Passivsaldo entspricht einem Aktivsaldo der Bilanzen aller anderen Länder im Werte von $x_2, x_3 \dots x_n$; denn: $x_2 + x_3 \dots + x_n = x$. Für manche Länder mag x einen unbeachtlichen Wert, oder einen Wert gleich Null darstellen. Angenommen, die Währung des Landes 1 wird so weit abgewertet, daß das Defizit x beseitigt werden kann. Infolge dieser Abwertung werden auch die Bilanzen der Länder 2, 3, .. und n beeinflußt. Aber sie werden nicht in ihre anfängliche Gleichgewichtslage zurückgebracht. Die Abwertung des Landes 1 ist ein neuer Störungsfaktor für die außenwirtschaftlichen Beziehungen der verschiedenen Länder. Nur für Land 1 neutralisiert sie die Wirkungen der anfänglichen Nachfrageverschiebung. Im Falle der übrigen Länder dürfte die Abwertung des Landes 1 das ursprüngliche Gleichgewicht ihrer Bilanzen kaum wieder herstellen. Diese Wirkungen der Abwertung auf die Bilanzen der Länder 2, 3, .. und n sollen mit $y_2, y_3, \dots$ und y_n bezeichnet werden. Die y -Größen werden nicht unbedingt den x -Werten gleich und ihnen entgegengesetzt sein. Von den endgültigen Bilanzen $x-y$ mögen einige positiv, andere negativ sein, aber nur durch Zufall wird die Bilanz eines Landes k $x_k - y_k = 0$. Zur Korrektur dieser endgültigen Bilanzen müssen die anderen Länder ebenfalls Maßnahmen ergreifen und unter Umständen abwerten.

¹ Vgl. *J.J. Polak: Exchange Depreciation and Internat. Monetary Stability*, S. 175/76.

II. TEIL

In der Einleitung zu dieser Arbeit wurde hervorgehoben, daß die Frage fixe, fluktuierende oder variable Wechselkurse mit der Frage der Währungsordnung eng verbunden ist, eine Tatsache, die durch die währungspolitische Entwicklung seit dem Ersten Weltkrieg bis zur Gegenwart bestätigt wird. Die Goldwährung, die die Stabilität der Wechselkurse in den Vordergrund stellte, wurde aufgegeben, weil sie sowohl die interne monetäre Stabilität als auch eine autonome Wirtschaftsentwicklung verunmöglichte. Die Lösung sah man in der Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen mit variablen Wechselkursen, im Rahmen derer die Währungspolitik in den Dienst einer nationalen Wirtschafts- und besonders einer nationalen Konjunkturpolitik gestellt werden kann. Die Erfahrungen der Zwischenkriegszeit zeigten aber, daß allzuhäufige Änderungen der Wechselkurse, bei Bestehen von autonomen nationalen Währungssystemen, zu schweren Störungen der internen monetären Stabilität und des internationalen monetären Gleichgewichts führen können. Man war daher bereits Ende der dreißiger Jahre bemüht, die nationale Währungsautonomie durch internationale Vereinbarungen einzuschränken und zu einer internationalen Währungsordnung zurückzufinden. Die Entwicklung wurde durch den Zweiten Weltkrieg unterbrochen. Aber noch im Zweiten Weltkrieg setzte man diese Bemühungen fort und versuchte eine Währungsordnung zu schaffen, die zwar das Bestehen nationaler Währungssysteme voraussetzt, jedoch die Währungspolitik der einzelnen Länder so koordiniert, daß sowohl die interne monetäre Stabilität, als auch ein hoher Grad der Stabilität der Wechselkurse gesichert werden kann. Im folgenden soll ein kurzer Überblick über diese Bemühungen gegeben werden.

Die Gestaltung der Wechselkurse in der Zwischenkriegszeit

Die Erfahrungen der Zwischenkriegszeit zeigen, daß die Änderungen der Wechselkurse ihre Funktion nur dann zufriedenstellend erfüllen können, wenn spekulativ bedingte Kapitalbewegungen verhindert werden können, die einzelnen Länder fähig sind, durch interne wirtschafts- und währungspolitische Maßnahmen ihre interne wirtschaftliche und monetäre Stabilität zu erhalten, und bereit sind, ihre nationale Währungsautonomie teilweise aufzugeben. Im folgenden sollen die Erfahrungen mit fluktuierenden Wechselkursen in der Zeit nach Beendigung des Ersten Weltkrieges bis zur Wiedereinführung der Goldwährung, die Entwicklung und die Bedeutung der Währungsausgleichfonds sowie das Tripartite Currency Agreement aus dem Jahre 1936 einer kurzen Betrachtung unterzogen werden.

1. Kapitel

Fluktuierende Wechselkurse in der Zeit nach Beendigung des Ersten Weltkrieges bis zur Wiedereinführung der Goldwährung¹

Nach Beendigung des Ersten Weltkrieges litten die meisten europäischen Länder unter erheblichen wirtschaftlichen und währungspolitischen Schwierigkeiten, und die Inflation ließ überall Zahlungsbilanzdefizite entstehen. Da die Goldeinlöschungspflicht der Notenbanken während des Ersten Weltkrieges sistiert² und durch Papierwährungssysteme mit freier Kursbildung ersetzt worden war, mußte die kritische Zahlungsbilanzsituation der Nachkriegszeit zu einer raschen äußeren Entwertung der verschiedenen Währungen, begleitet von ausgedehnten Kursfluktuationen führen. Vorerst, solange die Hoffnung auf eine Wiederherstellung der alten Paritäten bestand, wurde die äußere Entwertung durch spekulativ bedingte Kapitalbewegungen gemildert und

¹ Vgl. zu diesem Kapitel *L'expérience monétaire internationale*, S. 128–131.

² Wenn auch verschiedene Länder, so etwa England, während der Dauer des Krieges die Goldwährung de jure nicht aufgegeben hatten, so wurde der Goldmechanismus jedoch intern und extern außer Kraft gesetzt.

zeitweise sogar aufgehalten. Nach 1921 aber, als diese Hoffnung schwand, entwerteten sich die verschiedenen Währungen rasch, ja es setzte eine Kapitalflucht ein, welche die Entwertung der einzelnen Währungen beschleunigte. Infolge der Unfähigkeit der meisten Länder, die Inflation wirksam zu bekämpfen, nahm auch die interne Entwertung einen raschen Fortgang und wurde bald zur Hauptursache der äußeren Entwertung.

Besonders stark war die Inflation in Deutschland. Hier entwickelten sich zwei gegensätzliche Auffassungen über die Erklärung des ununterbrochenen Steigens der ausländischen Wechselkurse und des Fallens der Mark, die von offizieller deutscher Seite vertretene Zahlungsbilanztheorie¹ und die Inflationstheorie. Die Zahlungsbilanztheorie machte für die rasche Entwertung der Mark die defizitäre Zahlungsbilanz verantwortlich. Weil die Zahlungsbilanz Deutschlands infolge Nachholbedarf und Reparationszahlungen defizitär ist, entwertet sich die Mark. Infolge der äußeren Entwertung der Mark steigen die Preise der Importgüter, was die gesamte interne Preisstruktur beeinflußt.

Demgegenüber behauptete die Inflationstheorie, die interne Geldmengenvermehrung und Preissteigerung sei für die defizitäre Zahlungsbilanz verantwortlich. Wenn nämlich die interne Entwertung aufgehalten werden könnte, so würden früher oder später die importhemmenden und exportfördernden Wirkungen des Steigens der ausländischen Wechselkurse die Zahlungsbilanz wieder zum Ausgleich bringen. Es kann hier nicht auf die Einzelheiten dieser Diskussion eingegangen werden,² aber es dürfte wohl klar sein, daß eine weitgehende und andauernde äußere Entwertung niemals in einer Änderung der Struktur der Zahlungsbilanz zu suchen ist, sondern primär in einer internen Geldvermehrung und Geldentwertung. Die Inflationstheorie dürfte daher der Wahrheit weit näher sein. Entstanden ist die Zahlungsbilanztheorie, als nach 1919 die äußere Entwertung der internen Entwertung vorauselte, das Publikum sich bereits an die Inflation gewöhnt hatte, und das neugeschaffene Geld, sobald es in den Einkommenskreislauf kam, in erster Linie für ausländische Sach- und Kapitalwerte ausgegeben wurde.

Die Erfahrungen dieser kurzen Periode freier Kursbildung waren negativ, und man bemühte sich daher, so rasch wie möglich geordnete und stabile Währungsverhältnisse wiederherzustellen. Die Lösung wurde in einer Rückkehr zur Goldwährung in der Form der Gold-

¹ Nicht zu verwechseln mit jener Theorie, welche als Kriterium zur Bestimmung des Gleichgewichtswechselkurses das Gleichgewicht der Zahlungsbilanz heranzieht und der Kaufkraftparitätentheorie gegenübergestellt wird.

² Über die Einzelheiten der Diskussion vgl. *G. Haberler: Der internationale Handel*, Berlin 1933, S. 27/28 und S. 49–53.

devisenwährung gesucht, eine Rückkehr, die ohne Koordination und ohne gegenseitige Rücksichtnahme erfolgte. Die einzelnen Länder bemühten sich lediglich, den Wert der eigenen Währung an das Gold zu binden, ohne auf die Relation zu anderen Währungen Rücksicht zu nehmen.¹ Unter- und Überwertungen waren die Folge. So war beispielsweise das englische Pfund nach der Stabilisierung im Jahre 1925 überwertet, der französische Franken ab 1926 dagegen unterwertet.²

2. Kapitel

Die Entwicklung und die Bedeutung der Währungsausgleichsfonds

a) Die Entstehung der Währungsausgleichsfonds

Als die Goldwährung Anfang der dreißiger Jahre aufgegeben wurde, und die verschiedenen Länder zu autonomen nationalen Währungssystemen mit freier Kursbildung übergingen, zeigten die Erfahrungen in jedem einzelnen Fall bald, daß man die Wechselkurse nicht sich selbst überlassen könne. Spekulativ bedingte und sicherheitsorientierte Kapitalbewegungen führten zu dauernden Fluktuationen der Wechselkurse, die ein solches Ausmaß erreichten, daß die Erhaltung des Gleichgewichts der Zahlungsbilanz nicht mehr gewähr-

¹ «Chaque pays se considéra comme rattaché à l'or plutôt que comme rattaché aux autres pays par l'intermédiaire de l'or.» *William Adams Brown, Jr.*: The International Gold Standard reinterpreted, 1914–1934 (National Bureau of Economic Research, 1940), S. 386.

² Die Rückkehr des Pfundes zur alten Vorkriegsparität war vor allem durch den Gläubigerstatus Englands bestimmt, da die Festsetzung einer niedrigeren Parität die Einkünfte aus ausländischen Kapitalanlagen vermindert hätte. Lord Keynes gehörte zu den wenigen, die diese Rückkehr kritisierten. (Vgl. *J. M. Keynes*: The Economic Consequences of Mr. Churchill, in: Essays in Persuasion.) Die maßgebenden Stellen sahen wohl, daß die Rückkehr zur alten Parität das Pfund überwerten würde, jedoch hoffte man, durch eine mäßige Deflationspolitik und durch eine intensive Rationalisierung der englischen Industrie die internen Preise und Kosten senken zu können. Diese Hoffnung erwies sich als irrig. Schon David Ricardo hatte darauf hingewiesen, daß man nie zur alten Parität zurückkehren solle, wenn die äußere Entwertung ein gewisses Ausmaß überschritten habe. «I should never advise a government to restore a currency, which was depreciated 30 p. c. to pare.» (Vgl. *David Ricardo*: Letter to John Wheatley, dated September 18, 1821, reprinted in: Letters of David Ricardo to Hutches Trover and Others, edited by J. Bonar and J. Hollander, Oxford 1899, S. 160.) Die Überwertung des Pfundes blieb bis zur Aufgabe des Goldstandards im Jahre 1931 bestehen, und erreichte ein besonders starkes Ausmaß, als die amerikanischen Preise infolge der Weltwirtschaftskrise im Jahre 1929 stark fielen. Trotz dieser Überwertung war die englische Zahlungsbilanz während dieser ganzen Zeit im Gleichgewicht, ein Gleichgewicht aber, das auf Kosten beträchtlicher Arbeitslosigkeit erzielt wurde.

leistet werden konnte. Um den internationalen Güter-, Kapital- und Zahlungsverkehr nicht allzu sehr zu beeinträchtigen, wurde eine Politik variabler Wechselkurse zur Notwendigkeit. Währungsausgleichsfonds wurden geschaffen, deren Hauptaufgabe es sein sollte, unerwünschte und allzu häufige Fluktuationen der Wechselkurse zu verhindern, den Kurs der eigenen Währung kurzfristig auf einem erwünschten Niveau zu stabilisieren und den Einfluß internationaler Kapitalbewegungen auf die interne Kreditstruktur zu neutralisieren.

Was die Eingriffe der verschiedenen Währungsausgleichsfonds auf den Devisenmärkten anbetrifft, so sind ihre Ursachen von Fall zu Fall und je nach dem Entwicklungsstand des betreffenden Währungsausgleichsfonds verschieden gewesen. Die Hauptfunktion des englischen Währungsausgleichsfonds sollte es sein, die unerwünschten Fluktuationen der Wechselkurse, welche durch spekulativ bedingte und sicherheitsorientierte Kapitalbewegungen verursacht werden, zu verhindern. Es zeigte sich jedoch bald, daß man das Wirken der Fonds nicht auf diese Eingriffe beschränken konnte. Sowohl der englische als auch der im April 1934 geschaffene amerikanische Währungsausgleichsfonds sahen ihre Hauptaufgabe immer mehr darin, den eigenen Wechselkurs auf einem bestimmten Niveau zu stabilisieren und dieses zu verteidigen, ohne auf die allgemeinen Entwicklungstendenzen Rücksicht zu nehmen.¹

Die Festsetzung und die Verteidigung des Wechselkurses berührt aber nicht nur das eigene Land, sondern alle Länder, die mit ihm in wirtschaftlichen Beziehungen stehen. Bereits im Jahre 1933 an der Londoner internationalen Wirtschafts- und Währungskonferenz wurde versucht, das Vorgehen der einzelnen Fonds zu koordinieren, ohne aber die interne währungspolitische Autonomie zu beschränken. Diesen Bemühungen blieb aber bis zum *Tripartite Currency Agreement* im Jahre 1936 der Erfolg versagt.

In den Jahren 1936–1939 wurden die Währungsausgleichsfonds zu wirksamen Organen im Aufbau eines internationalen Zahlungssystems auf der Basis des Goldes. Es war dies eine Kompromißlösung

¹ «Die Errichtung der Währungsausgleichsfonds bedeutete nichts anderes, als daß die monetären Stellen es unternahmen, nicht nur die interne Geldpolitik zu planen, sondern auch die Wechselkursschwankungen in bestimmten Grenzen zu halten. Die interne geldpolitische Planung führt ganz konsequent zu einer externen geldpolitischen Planung in Gestalt der Beeinflussung der Wechselkurse.» E. Lutz: Geldpolitik und Wirtschaftsordnung, Ordo Bd. II, 1949, S. 214.

zwischen monetärem Nationalismus und der Notwendigkeit der Koordination und gegenseitiger Rücksichtnahme in währungspolitischen Fragen.¹

b) Das Wirken des englischen Währungsausgleichsfonds

Als erster Fonds nach der Abwertung im September 1931 geschaffen, wurde er richtungsgebend für die Organisation der übrigen Währungsausgleichsfonds. Zunächst war die Kursbildung des Pfundes frei und wurde durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Der Kurs fiel sehr rasch und erreichte im Oktober 1931 30 % der alten Goldparität. Anfang 1932 kehrte das Vertrauen zurück und der Pfundkurs stieg rasch an. Spekulativ bedingte und sicherheitsorientierte Kapitalbewegungen – die letzteren vor allem aus den Goldwährungsländern – ließen die Nachfrage nach Pfunden ansteigen und man befürchtete sogar eine Überwertung des Pfundes. Die Bank von England versuchte das Steigen als auch die Fluktuationen des Pfundes mit ihren beschränkten Mitteln aufzuhalten. Ihre Handlungsfreiheit war jedoch zu sehr begrenzt.² Eine Institution mußte daher geschaffen werden, deren Mittel groß genug waren, um allen spekulativ bedingten Transaktionen auf dem Devisenmarkt begegnen zu können und den

¹ Zwar beschränkte sich die Aufsplitterung in den dreißiger Jahren auf die Bildung von monetären Blocks, nämlich:

1. *Die Sterling-Area.* Ihr gehörten alle jene Länder an, die mit oder kurz nach England die Goldwährung aufgegeben hatten und in der Folgezeit ihren eigenen Wechselkurs zum Pfund stabilisierten und mit ihm fluktuieren ließen.

2. *Der Dollarblock* umfaßte alle Länder, welche nach der endgültigen Abwertung des amerikanischen Dollars im Januar 1934 ebenfalls abwerteten.*

3. *Der Goldblock* mit jenen Ländern, welche die Goldwährung weiterhin aufrecht erhielten und die alte Parität durch eine bewußte Deflationspolitik zu erhalten suchten.

4. *Der Block der Devisenbewirtschaftungsländer* umfaßte die Länder, welche die alte Parität durch Maßnahmen der Devisenbewirtschaftung zu erhalten suchten und jede Änderung der Wechselkurse scharf ablehnten. Es waren dies vor allem Deutschland und seine Handelspartner.

² Als der Goldstandard aufgegeben wurde, wurde die Bank von England zwar ihrer Verpflichtung entbunden, Gold zu einem festen Preis abzugeben, ihre Verpflichtung aber, Gold zu einem festen Preis anzukaufen, wenn es ihr angeboten wird, wurde aufrecht erhalten. Da der Marktpreis des Goldes damals wesentlich höher als jener Ankaufspreis der Bank lag, konnte sie kein Gold auf dem Markt erwerben, das sie zur Stabilisierung des Pfundkurses hätte verwenden können. Auch waren ihre Möglichkeiten, ausländische Zahlungsmittel zu erwerben, begrenzt, da dies nur durch Expansion der internen Geldmenge möglich gewesen wäre.

* Im April 1933 war die Goldwährung von den Vereinigten Staaten aufgegeben worden. Die Bestimmung des Dollarkurses sollte frei sein; wobei die Entwertung aber 50 % des alten Wertes nicht überschreiten sollte. Die Abwertung des Dollars gegenüber dem Golde war nicht auf eine kritische Situation der Zahlungsbilanz zurückzuführen, sondern sie sollte vor allem den internen Preisfall, insbesondere der Agrarprodukte aufhalten. Jedoch war die äußere Entwertung des Dollars bis zum Oktober 1933 nur sehr geringfügig, weil das Vertrauen in die amerikanische Währung erhalten blieb. Erst in der Folgezeit entwertete sich der Dollar rasch gegenüber dem Golde, und im Januar 1934 wurde die neue Parität festgesetzt.

äußeren Wert des Pfundes zu stabilisieren,¹ ohne aber die Handlungsfreiheit in der internen Geld- und Kreditpolitik einzuschränken.

Im April 1932 wurde die Schaffung eines Währungsausgleichsfonds (Exchange Equalization Account) beschlossen. Er stand unter der Kontrolle des Schatzamtes, während seine Operationen durch die Bank von England ausgeführt wurden. Er war anfänglich mit einer Operationsmasse von £ 167 Millionen ausgestattet, die bis April 1937 auf £ 567 Millionen anstieg.²

Die Tätigkeit des Fonds wurde durch die folgenden Prinzipien bestimmt:

Der Fonds soll Wechselkursbewegungen, welche auf Spekulationskäufe und -verkäufe ausländischer Währungen zurückzuführen sind, durch das Angebot eigener oder fremder Währungseinheiten, ausschalten.³

Inflationäre und deflationäre Einflüsse auf die interne Geld- und Kreditstruktur, verursacht durch internationale Kapitalbewegungen, sollen durch die Eingriffe des Fonds verhindert werden. Wird doch durch den Pfundkauf seitens Ausländer Gold nach England einströmen und eine interne Kreditexpansion begünstigt; umgekehrt bedeutet der Rückzug dieser Gelder Goldverlust und Kreditkontraktion.

Die Transaktionen des Fonds in ausländischen Währungen sollten sich auf gegen Gold austauschbare, d. h. damals auf die Währungen der Goldwährungsländer beschränken. Nur gegenüber diesen Währungen konnte der Pfundkurs daher stabilisiert werden. Die Stabilisierung des Pfundkurses gegenüber den Papierwährungen lag außerhalb der Kontrolle des Fonds, und da immer mehr Länder die Goldwährung aufgaben, wurde sein Handlungsbereich im Laufe der Jahre enger. Es können demzufolge verschiedene Phasen seiner Tätigkeit unterschieden werden, nämlich die Dollar-Phase, die Franc-Phase, die Tripartite Agreement-Phase und die Goldphase.

¹ Um der Spekulation wirksam zu begegnen, ist es weiter wichtig, daß die Operationen einer solchen Institution geheim bleiben. Dies ist beim englischen Währungsausgleichsfonds der Fall gewesen. Erst 1937 wurden halbjährige Veröffentlichungen über die Goldbestände des Fonds herausgegeben, aber mit dreimonatiger Verspätung.

² Vgl. *L. Waight: The History and Mechanism of the Exchange Equalization Account*, Cambridge 1939, S. 12.

³ « This has been described as "ironing out" fluctuations in the exchanges. » *L. Waight: Ibid.* S. 13.

Die Dollar-Phase dauerte bis zur Sistierung der Goldwährung in den Vereinigten Staaten im März 1933. Bis zu diesem Zeitpunkt war der Aktionsbereich des Fonds sehr weit und er konnte durch die Stabilisierung der Dollar-Pfund-Relation jene des Pfundes zu allen übrigen Goldwährungen überwachen und stabilisieren.

Die Franc-Phase begann mit der Aufgabe der Goldwährung durch die Vereinigten Staaten. Die Operationen des Fonds fanden jetzt hauptsächlich gegenüber dem französischen Franken statt und durch die Stabilisierung der Franken-Pfund-Relation konnte jene des Pfundes zu den übrigen Goldwährungen überwacht und stabilisiert werden. Die Franc-Phase dauerte bis zur Aufgabe des Goldstandards durch Frankreich im September 1936.

Die Tripartite Agreement-Phase begann mit dem Zustandekommen dieses Abkommens nach dem Zusammenbruch des Goldblocks. Da jetzt keine Währung mehr gegen Gold eintauschbar war, wurde die Fähigkeit des Fonds, den äußeren Wert des Pfundes zu überwachen, ernstlich gefährdet. Diese Gefahr wurde durch das Protokoll zum Tripartite Agreement behoben, in welchem sich die Vereinigten Staaten, England und Frankreich dazu verpflichteten, jederzeit Gold zu einem festen Preis, den sie 24 Stunden aufrechterhalten wollten, gegen ihre eigene Währung abzugeben. Diese Phase endete mit dem Abströmen des französischen Kapitals aus England im Mai 1938.

Eine vierte Phase könnte man als die Gold-Phase bezeichnen. Nach Mai 1938 fanden nur noch sehr wenige Operationen des Fonds auf dem Devisenmarkt, sondern hauptsächlich auf dem Goldmarkt statt, auf welchem er eine Monopolstellung erwarb. Durch diese Eingriffe regulierte er den Sterlingpreis des Goldes, und weil der Dollar in einer festen Relation zum Golde stand, auch die Dollar-Pfund Relation.¹

3. Kapitel

Das Tripartite Currency Agreement²

Die verschiedenen Länder, die im Laufe der ersten Hälfte der dreißiger Jahre zu autonomen nationalen Währungssystemen übergegangen waren, sahen die Stabilisierung und die Verteidigung des eigenen Wechselkurses auf einem bestimmten Niveau vermittels eines Währungsausgleichsfonds als eine nationale Angelegenheit an. In einer

¹ Vgl. zu diesen Ausführungen *L. Waight*: Ibid, Kapitel 4, S. 20/26.

² Für den Wortlaut des Tripartite Currency Agreement und des Protokolls zum T. C. A. Vgl. *L. Waight*: Ibid. Appendix E/F, S. 169–172.

Welt aber, in der jedes einzelne Land eine nationale und autonome Geld- und Kreditpolitik durchführt und gleichzeitig den Kurs der eigenen Währung zur Erringung von Konkurrenzvorteilen gegenüber dem Ausland zu beeinflussen sucht, muß es zu Interessenkonflikten kommen. Zur Beilegung dieses Zustandes kam im September 1936 das Tripartite Currency Agreement zwischen den Vereinigten Staaten, England und Frankreich zustande, welchem später noch Belgien, Holland und die Schweiz beitraten.¹ In diesem Abkommen verpflichteten sich die unterzeichnenden Länder, in ihren gegenseitigen internationalen währungspolitischen Beziehungen auf die Erhaltung der internen wirtschaftlichen Prosperität in jedem einzelnen Land Rücksicht zu nehmen. Die Wechselkurse sollten so weit als möglich stabilgehalten werden. Kompetitive Abwertungen sollten auf alle Fälle verhindert werden.² Sollte sich die Notwendigkeit ergeben, die Wechselkurse zu ändern, so soll dies nach gemeinsamer Übereinkunft geschehen.

Diese Einigung, kompetitive Abwertungen zukünftig zu verhindern, Änderungen der Wechselkurse nicht mehr als eine einseitige und nationale Angelegenheit zu betrachten, durfte als Erfolg bewertet werden. Jedoch enthielt das Abkommen keine Bestimmung, welche die technischen Schwierigkeiten der Operationen der Währungsausgleichsfonds beseitigt hätte. Kurz darauf wurde daher das Protokoll zum Tripartite Currency Agreement geschaffen, in welchem sich die einzelnen Länder dazu verpflichteten, Gold zu einem Preis, der 24 Stunden aufrechterhalten werden sollte, gegen ihre eigene Währung den Währungsausgleichsfonds der anderen Länder zur Verfügung zu stellen. Diese 24-Stunden-Klausel sollte jenen Ländern, die einen fixen Goldpreis festgesetzt hatten, die notwendige Zeit geben, Transaktionen nach jenen Ländern, in denen der Goldpreis variabel war, ohne Gefahr von Kursverlusten durchzuführen. Im Tripartite Currency Agreement wurde versucht, dem Gold wieder einen bedeutenderen Platz im internationalen Zahlungsverkehr einzuräumen und dadurch die Bewegungen der Wechselkurse zu begrenzen. Dieses internationale Zah-

¹ Das Tripartite Agreement wurde nie gekündet und ist gegenwärtig noch in Kraft.

² «His Majesty's Government, as also the Governments of France and of the United States of America trust that no country will attempt to obtain an unreasonable competitive exchange advantage and thereby hamper the effort to restore more stable economic relations which is the aim of the three Governments to promote.» Vgl. Statement issued by the British Treasury on September 26, 1936.

lungssystem wurde als «Gold Settlement-System» bezeichnet. Eine Ähnlichkeit mit der klassischen Goldwährung fehlte jedoch vollkommen, da die Geldmengen der einzelnen Länder in keiner festen Relation zu den Goldreserven standen und somit kein Mechanismus vorhanden war, der das Gold auf die Mitglieder des Systems hätte verteilen können.

Wenn das Tripartite Currency Agreement auch als unvollständige Lösung zu bewerten ist, so hätte es doch als Ausgangsbasis für die Schaffung einer internationalen Währungsordnung dienen können. Hierzu wäre es notwendig gewesen, die Bestimmungen zur Stabilhaltung der Wechselkurse genauer zu fassen, ihnen bindenden Charakter zu geben und sie durch Empfehlungen zur Koordination der internen geld- und kreditpolitischen Maßnahmen zwecks Erhaltung eines hohen Niveaus der Beschäftigung und des Volkseinkommens zu ergänzen; denn die interne monetäre und wirtschaftliche Stabilität bleibt die erste Voraussetzung der Stabilität der Wechselkurse. Wäre nicht der Zweite Weltkrieg ausgebrochen, so hätte sich wahrscheinlich eine neue internationale Währungsordnung herauskristallisiert, die durch folgende Merkmale gekennzeichnet gewesen wäre:¹

1. Allgemeine Anerkennung des Goldes als internationales Zahlungsmittel. Das Gold soll nicht mehr als Währungsreserve, sondern nur noch als Zahlungsbilanzreserve dienen.

2. Festlegung und Änderung der Wechselkurse soll nach gemeinsamer Übereinkunft und Beratung erfolgen.

3. De-facto-Stabilität des externen und des internen Wertes der wichtigsten Währungen, jedoch ohne langfristige Bindungen.

4. Eine internationale Zusammenarbeit zur Unterbindung kurzfristiger nichtertragsorientierter Kapitalbewegungen.

5. Koordination der internen wirtschafts-, finanz- und währungspolitischen Maßnahmen der bedeutenden Welthandelsländer zwecks Vermeidung plötzlicher und weitgehender Änderungen der Weltnachfrage.

Diese internationale Währungsordnung, welche die währungspolitischen Wirren der Zwischenkriegszeit zukünftig vermeiden soll, wurde nach dem Zweiten Weltkrieg durch das Zustandekommen der Konvention von Bretton Woods verwirklicht.

¹ Vgl. *L'expérience monétaire internationale*, S. 262.

Die angelsächsischen monetären Nachkriegspläne und die Konvention von Bretton Woods

Die Konvention von Bretton Woods als auch die angelsächsischen monetären Nachkriegspläne können als Versuch bezeichnet werden, eine internationale Währungsordnung wiederaufzubauen. Die Erfahrungen der Zwischenkriegszeit, insbesondere der dreißiger Jahre, haben gezeigt, daß es bei dem Bestehen von autonomen nationalen Währungssystemen zu schweren Störungen des internationalen monetären Gleichgewichts kommen kann, die einen geordneten internationalen Zahlungsverkehr verunmöglichen und den internationalen Güter- und Kapitalverkehr hemmen. Die Erhaltung des äußeren und des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung, die sich im Laufe der dreißiger Jahre, sowohl in den theoretischen Diskussionen als auch in der wirtschaftspolitischen Praxis, als das erste Ziel einer jeden Wirtschafts-, Finanz- und Währungspolitik durchgesetzt hatte, wurde dadurch, wenn nicht verunmöglicht, so doch erschwert. Jene Auswüchse zukünftig zu verhindern und den internationalen währungspolitischen Rahmen zu schaffen, innerhalb dem die Befolgung jener Ziele für jedes einzelne Land erleichtert werden kann, sollte der Zweck der angelsächsischen monetären Nachkriegspläne und der durch die Konvention von Bretton Woods geschaffenen Institutionen, des internationalen Währungsfonds und der Internationalen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung sein.

In dem einleitenden Artikel zum Internationalen Währungsfonds werden die Ziele dieser Institution folgendermaßen umrissen:

I. To promote international monetary cooperation through a permanent institution which provides the machinery for consultation and collaboration on international monetary problems.

II. To facilitate the expansion and balanced growth of international trade, and to contribute thereby to the promotion and maintenance of high levels of employment and real income and to the development of the productive resources of all members as primary objectives of economic policy.

III. To promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation.

IV. To assist in the establishment of a multilateral system of payments in respect of current transactions between members and in the elimination of foreign exchange restrictions which hamper the growth of world trade.

V. To give confidence to members by making the Fund's resources available to them under adequate safeguards, thus providing them with the opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity.

VI. In accordance with the above, to shorten the duration and lessen the degree of disequilibrium in the international balances of payments of members.

The Fund shall be guided in all its decisions by the purposes set forth in this Article.

1. Kapitel

Die neue internationale Währungsordnung¹

a) Vergleich mit der Goldwährung

Als die Experten der Vereinten Nationen an die Aufgabe herantraten, eine währungspolitische Lösung auf internationaler Basis zu suchen, waren sie sich einig darüber, daß eine Wiedereinführung der Goldwährung nicht in Frage käme. Ein reibungsloses Funktionieren der Goldwährung kann nur gewährleistet werden, wenn gewisse Funktionsbedingungen, die diejenigen einer freien Marktwirtschaft sind, vorhanden sind, und wenn die einzelnen Länder bereit sind, die Spielregeln zu befolgen. Die Lösung mußte daher in einer anderen Richtung, fern von den Grundsätzen der Goldwährung, gesucht werden.²

Die Goldwährung war eine internationale Währungsordnung, die nicht auf internationalen Vereinbarungen beruhte, sondern es durch die Anerkennung und die Befolgung gemeinsamer Ziele seitens der Zentralbanken der verschiedenen Länder wurde. Sie funktionierte nicht auf der Basis der Zusammenarbeit, sondern auf der Basis der Konkurrenz zwischen den Zentralbanken.³ Um sich diesem internationalen

¹ In den folgenden Ausführungen wird hauptsächlich die Konvention von Bretton Woods behandelt, während Keynes-, White- und Experten-Plan nur zum Vergleich herangezogen werden.

² «Weil die alten Grundsätze obsolet geworden sind und unter den gegenwärtigen Umständen überhaupt nicht eingehalten werden könnten, versuchte man in Bretton Woods sich auf einige neue Grundsätze zu einigen.» *V. F. Wagner: Die Schweiz und Bretton Woods. In: Außenwirtschaft, Heft 4, 1946. Sonderabdruck, S. 6.*

³ Vgl. *Jean Perrenoud: L'accord monétaire de Bretton-Woods et l'avenir de l'étalon-or, Thèse Lausanne 1947, S. 236.*

System anzugliedern, genügte der Entschluß der Zentralbank eines Landes, die Währung in eine feste Relation zum Gold zu bringen und dieses Verhältnis durch die Festsetzung von Goldankaufs- und Goldverkaufspreisen zu fixieren.

Die Konvention von Bretton Woods hingegen setzt das Bestehen autonomer nationaler Währungssysteme als Tatsache voraus und will durch internationale Vereinbarung die nationale währungspolitische Autonomie so weit einschränken, daß eine internationale Zusammenarbeit auf monetärem Gebiet möglich wird. Es soll gewissermaßen eine auf Vertrag beruhende internationale Währungsordnung geschaffen werden.¹ Als solche wird sie nur durch die Zusammenarbeit und gegenseitige Rücksichtnahme der monetären Zentralstellen der Mitgliedsländer funktionieren.

Ähnlich der Goldwährung hat der durch die Konvention von Bretton Woods geschaffene Internationale Währungsfonds zum Ziel, den kurzfristigen Ausgleich der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten zu erleichtern und die Stabilität der Wechselkurse zu fördern, jedoch nicht durch einen Mechanismus, der die Erhaltung der internen monetären Stabilität sowie eines hohen Niveaus der Beschäftigung und des Volkseinkommens in den einzelnen Ländern gefährdet. Der Goldwährung lag die Auffassung zugrunde, daß die Stabilität der Wechselkurse im Vordergrund zu stehen habe. Bei Auftreten einer Störung würde das freie Spiel der Marktkräfte nicht nur das äußere Gleichgewicht wiederherstellen, sondern auch die Erhaltung des internen Gleichgewichts bei Vollbeschäftigung stets gewährleisten und die privatwirtschaftlichen mit den volkswirtschaftlichen Interessen in Einklang bringen. Die Konvention von Bretton Woods vertritt hier die entgegengerichtete Ansicht: Die Erhaltung eines hohen Niveaus der Beschäftigung und des Volkseinkommens in den einzelnen Ländern hat im Vordergrund zu stehen und Gegenstand bewußter Maßnahmen zu sein. Störungen des internen Gleichgewichts einer Volkswirtschaft ergeben sich nur bei einer Laissez-faire-Haltung in Sachen der Wirtschaftspolitik. Jedes Land soll seine Wirtschafts-, Finanz- und Währungspolitik auf die Erhaltung der internen monetären und wirtschaftlichen Stabilität ausrichten. Damit wird die wesentlichste Voraus-

¹ «An die Stelle der freien Goldwährung soll der Währungsfonds treten, durch den zum ersten Male in der Währungsgeschichte ein auf Vertrag beruhendes internationales Währungssystem geschaffen wurde.» Vgl. *V. E. Wagner*: Ibid. S. 6.

setzung für die Sicherung des internationalen monetären Gleichgewichts und der Stabilität der Wechselkurse erfüllt. Ergibt sich trotz Befolgung dieser Politik durch alle Mitgliedländer ein Konflikt zwischen den Zielen der internen und der äußeren Währungspolitik, so soll die Stabilität der Wechselkurse aufgegeben werden.¹

Die Stabilität der Wechselkurse soll demnach in dem neuen System nicht aufgezwungen, sondern nur gefördert werden. Der internationale Zahlungsverkehr und der kurzfristige Ausgleich der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten soll durch den internationalen Währungsfonds erleichtert werden, ohne aber, wie unter der Goldwährung, die Mitglieder zu internen deflationären Maßnahmen und zu einer dauernden Fixierung der Relation ihrer Währung zum Gold und zu den anderen Währungen zu zwingen. Noch sollen sie, wie es in der Vergangenheit der Fall war, in der Sorge um die Erhaltung ihres äußeren Gleichgewichts zu direkten Maßnahmen gezwungen werden. Diese verunmöglichen einen multilateralen Zahlungsverkehr, führen zur Desintegration der weltwirtschaftlichen Beziehungen und gefährden somit das nationale als auch das internationale Wohlergehen.

Diese Ziele sollen dadurch erreicht werden, daß den einzelnen Ländern durch den internationalen Währungsfonds zusätzlich internationale liquide Mittel zur Verfügung gestellt werden, die sie für den kurzfristigen Ausgleich ihrer Zahlungsbilanzen einsetzen können. Der Spielraum, der einer jeden Volkswirtschaft für die Durchführung einer Politik zur Erhaltung des internen monetären und wirtschaftlichen Gleichgewichts von der Außenwirtschaft her gesetzt ist, wird somit vergrößert. Die Erweiterung der internationalen Liquidität der Mitgliedstaaten durch die Mittel des Fonds soll also jene Funktion ausüben, welche unter dem Goldstandard den systemgerechten kurzfristigen internationalen Kapitalbewegungen zukam. Während damals die Kapitalbewegungen die letzte Konsequenz des Goldmechanismus,

¹ Diese Auffassung kommt sehr deutlich in der Rede von Lord Keynes zur Verteidigung des Expertenplanes vor dem Oberhaus am 23. Mai 1944 zum Ausdruck: «We are determined that, in future, the external value of sterling shall conform to its internal value as set by our own domestic policies, and not the other way round. Secondly, we intend to retain control of our domestic rate of interest, so that we can keep it as low as suits our own purposes, without interference from the ebb and flow of international capital movements or flights of hot money. Thirdly, whilst we intend to prevent inflation at home, we will not accept deflation at the dictate of influences from outside. In other words, we abjure the instruments of bank rate and credit contraction operating through the increase of unemployment as a means of forcing our domestic economy into line with external factors.»

nämlich deflationäre und inflationäre Prozesse, nur relativ selten notwendig machten, soll im Rahmen des neuen Systems die Erweiterung der internationalen Liquidität dazu beitragen, allzu häufige Änderungen der Wechselkurse überflüssig zu machen und auf kurze Frist die Stabilität der Wechselkurse zu gewährleisten.

Die Erweiterung der internationalen Liquidität besteht im wesentlichen darin, daß die Überschußländer dazu verpflichtet werden, den Defizitländern innerhalb gewisser Grenzen Kredit zu gewähren und eigene Zahlungsmittel gegen Gold abzugeben. Die Überschußländer, das heißt die Gläubigerländer, werden hier also zu jenen Leistungen gezwungen, die sie unter der Goldwährung freiwillig auf sich genommen haben. Während jedoch unter der Goldwährung mit diesem Prinzip der Freiwilligkeit der Kreditgewährung auch die Möglichkeit des jederzeitigen Rückzugs verbunden war, besteht hier für die Gläubigerländer diese Möglichkeit nicht mehr.¹ Es sei hervorgehoben, daß die Mittel des Fonds lediglich für die Erleichterung des kurzfristigen Ausgleichs der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten bestimmt sind. Die Förderung der langfristigen internationalen Kreditgewährung soll Aufgabe der ebenfalls durch die Konvention von Bretton Woods geschaffenen Internationalen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung sein.

*b) Erweiterung der internationalen Liquidität und Liquiderhaltung
des Systems*

Die Erweiterung der internationalen Liquidität ist das Kernstück des Internationalen Währungsfonds als auch der vorangegangenen Währungspläne. Unterschiede ergeben sich lediglich in bezug auf Technik der Bereitstellung und Umfang der zusätzlichen Mittel.

Im Keynes-Plan vereinigen sich die teilnehmenden Länder zu einer Clearing-Union, durch welche sie bis zu einem bestimmten Höchstbetrag automatisch mit Reserven, den sogenannten Guthaben in Bancor ausgestattet werden. Es wird jedem Land eine Quote zugeteilt, die das Ausmaß bestimmt, in welchem es von den Kreditmöglichkeiten der Union Gebrauch machen kann (Art. II/6). Die Anfangsquoten werden auf Grund der Summe der jährlichen Aus- und Einfuhr eines Landes im Durchschnitt der letzten drei Vorkriegsjahre festgesetzt und betragen 75 Prozent dieser Summe. Diese Quoten sind jährlich zu revidieren. Im Rahmen dieser Quote kann jedes Land von der Union Kredit beanspruchen. Wenn die Importe eines

¹ Vgl. V. F. Wagner: Ibid. S. 7.

Landes gegenüber einem anderen Lande seine Möglichkeit, aus anderen Quellen zu leisten, übersteigen, so wird sein Konto bei der Union überzogen. Es entsteht für das betreffende Land ein Debetsaldo, während für das Gläubigerland ein entsprechendes Kreditsaldo bei der Union entsteht. Auf diese Weise kommen Bancorguthaben zur Entstehung, die auch gegen Goldabgabe erworben, jedoch nie vom System zurückgezogen, sondern nur von einem Konto auf ein anderes übertragen werden können. Ein Land ist entweder Gläubiger oder Schuldner gegenüber der Union als ganzes. Dies bedeutet, daß die Überziehungsmöglichkeiten für ein Schuldnerland eine Entlastung bedeuten, während sie für die Gläubiger keine wirkliche Belastung darstellen.

Der White-Plan als auch der Internationale Währungsfonds und der Expertenplan, der mit den Satzungen des Internationalen Währungsfonds identisch ist, sind in einem gewissen Sinne eine direkte Weiterbildung der Prinzipien der nationalen Währungsausgleichsfonds der dreißiger Jahre. Den White-Plan könnte man als Stabilisierungsfonds bezeichnen, den die einzelnen Länder durch Zusammenlegung von Gold- und Devisenreserven im Verhältnis zu der Größe ihres Volkseinkommens und Außenhandels bilden (Art. I/3). Die Einzahlung dieser Quoten erfolgt seitens der Mitglieder in ihren nationalen Zahlungsmitteln, in auf solche Zahlungsmittel lautenden Schuldverschreibungen und in Gold (Art. I/2). Aus diesem Fonds kann jedes Land zur Überbrückung von Unterschieden in Angebot und Nachfrage fremder Zahlungsmittel und zur Verhinderung von Kursfluktuationen, die notwendigen Zahlungsmittel beim Fonds kaufen. Der Fonds bleibt nominell, von Anleihsenserträgen abgesehen, stets in gleicher Höhe erhalten. Seine Zusammensetzung aber verschiebt sich bei jeder Operation. Allfällige Salden in dem internationalen Zahlungsverkehr äußern sich im Ansteigen der Fondsbestände an Zahlungsmitteln der Defizitländer und im Abnehmen der Zahlungsmittel der Gläubigerländer.

Im Rahmen des Internationalen Währungsfonds als auch des Expertenplans schreiben die Mitglieder dem Fonds 75 Prozent der ihnen zugeteilten Quote in nationaler Währung bei ihren Notenbanken gut und zahlen den restlichen Teil in Gold ein (Art. III). Alle Transaktionen des Fonds vollziehen sich in der Form von Käufen und Verkäufen von Gold oder einer nationalen Währung gegen eine andere nationale Währung. Während sich im White-Plan alle jene Transaktionen in einer bestimmten Rechnungseinheit, *Unitas*, vollzogen, die aber lediglich nur ein bestimmtes Goldquantum darstellte, ist diese Einheit fallen gelassen worden. Auch hier ist der Funktionsmechanismus der, daß ein Defizitland an den Fonds gelangen kann, um die ihm fehlende Währung gegen eigene Währung zu kaufen. Dadurch nimmt der Bestand des Fonds in der Währung des betreffenden Defizitlandes zu, während der Bestand der Gläubigerwährung beim Fonds sich entsprechend vermindert. Im Gegensatz zum Keynes-Plan, wo sich Gläubigerpositionen in einer Zunahme der Bancorguthaben äußerten, äußern sie sich hier in einer Verminderung der ursprünglichen Suskriptionen der

Gläubigerländer. Schuldnerpositionen führten im Keynes-Plan zu einer Verminderung der ursprünglichen Bancorguthaben der Defizitländer, während sie sich hier in einer Vermehrung der Schuldnerwährung beim Fonds äußern.

Was die Höhe der zusätzlich zur Verfügung gestellten Mittel anbelangt, so bestehen zwischen dem englischen Keynes-Plan einerseits und dem amerikanischen White-Plan und dem Internationalen Währungsfonds andererseits erhebliche Unterschiede. Die zusätzliche internationale Liquidität hätte im Keynes-Plan den Betrag von 25 Milliarden Dollar erreicht, während sie beim White-Plan nur 5 Milliarden Dollar ausgemacht hätte. Durch den Internationalen Währungsfonds werden zusätzlich Mittel im Betrag von 8 Milliarden Dollar zur Verfügung gestellt. Der Keynes-Plan wäre daher für die Lösung der Schwierigkeiten in der Zeit unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg bis zum Übergang zu normaleren Verhältnissen viel besser geeignet gewesen. Er wurde besonders von amerikanischer Seite abgelehnt, da befürchtet wurde, daß er die Vereinigten Staaten einseitig belasten würde.

Eine wesentliche Voraussetzung, die Funktionsfähigkeit dieser Systeme kurzfristiger zwischenstaatlicher Kreditgewährung auf die Dauer zu gewährleisten, ist ihre Liquiderhaltung. Diese soll dadurch gesichert werden, daß verschiedene Bestimmungen und die Empfehlung von bestimmten Maßnahmen seitens der internationalen Institution das übermäßige Ansteigen von Gläubiger- und Schuldnerpositionen im laufenden Zahlungsverkehr verhindern sollen. Einmal darf jedes Land innerhalb eines Jahres nur einen bestimmten Maximalbetrag der ihm eingeräumten Quote in Anspruch nehmen. So darf bei der Clearing-Union innerhalb eines Jahres die Verschuldung eines Landes höchstens 25 % seiner Quote betragen (Art. II/6/8/a). Beim Internationalen Währungsfonds darf der Kauf von fremden Zahlungsmitteln den Betrag der Währung des kaufenden Landes beim Fonds während der am Kauftag endenden Zwölfmonatsperiode nicht um mehr als 25 % erhöhen, noch 200 % seiner Quote übersteigen (Art. V/3). Ferner ist mit der übermäßigen Beanspruchung der Mittel, sowohl beim Keynes-Plan als auch beim Internationalen Währungsfonds, die Entrichtung von Abgaben verbunden (Art. II/6/7, resp. Art. V/8). Wenn sich ein Land nun dauernd in einer Gläubiger- oder Schuldnerposition befindet, so kann die Änderung des eigenen Wechselkurses von den internationalen Institutionen anempfohlen oder sogar verlangt werden, von Gläubigerländern eine Aufwertung, von Schuldnerländern eine Abwertung. Innerhalb der Clearing-Union darf ein Defizitland eine einmalige Abwertung seiner Währung um maximal 5 % vornehmen, wenn sein Debetsaldo bei der Union während zwei Jahren 25 % seiner Quote übersteigt (Art. II/6/8/a). Beim Internationalen Währungsfonds darf ein Land jederzeit eine Änderung seines Wechselkurses vornehmen, wenn diese nicht mehr als 10 % der ursprünglichen Parität beträgt. Weitergehende Änderungen dürfen nur bei einem fundamentalen Ungleichgewicht erfolgen und bedürfen der Genehmigung des

Fonds, die durch einfaches Stimmenmehr erfolgt (Art. IV/5). Schließlich kann von Defizitländern die Ergreifung von Maßnahmen zur Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs, sowohl im Rahmen der Clearing-Union als auch des Internationalen Währungsfonds, verlangt werden (Art. II/6/8/b, resp. Art. VI). Beim Internationalen Währungsfonds ist ferner vorgesehen, daß die Währungen von Gläubigerländern als knapp erklärt und zugeteilt werden (Art. VII).

c) Förderung des langfristigen internationalen monetären Gleichgewichts

Während sowohl der Keynes-, als auch der White-Plan nur auf die Notwendigkeit der Schaffung einer Institution zur Erleichterung der langfristigen Schwierigkeiten hingewiesen haben, sah der Experten-Plan und die Konvention von Bretton Woods eine solche in der Schaffung der Internationalen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung vor. Sie stellt die notwendige Ergänzung zum Internationalen Währungsfonds für die Förderung des internationalen monetären Gleichgewichts auf lange Frist dar.

Das Kapital der Internationalen Bank für Wiederaufbau, in der Höhe von 10 Milliarden Dollar, besteht aus Zeichnungen der Mitgliedstaaten nach einem festgelegten Schlüssel. Davon wurden zunächst 20 Prozent einbezahlt, und zwar 2 Prozent in Gold und der Rest in Gutschriften für die Bank bei den Zentralbanken der einzelnen Länder. Die Aufgabe der Bank ist es, den Kapitalexport aus Überschuß-, und somit zum Kapitalexport befähigten Ländern, nach Defizitländern auf der Grundlage der Solidarhaftung der Gesamtheit der Mitglieder zu fördern. Die Bank kann sowohl aus eigenen Mitteln als auch durch Geldaufnahme in den Gläubigerländern Kapitalanleihen gewähren und vermitteln. Ferner ist es ihre Aufgabe, den internationalen Kapitalverkehr auf privatwirtschaftlicher Basis durch Garantieübernahmen zu fördern.

2. Kapitel

Gestaltung der Wechselkurse im Rahmen der neuen internationalen Währungsordnung

a) Festlegung und Änderung der Wechselkurse

Im Gegensatz zur Goldwährung wird im neuen System die Stabilität der Wechselkurse nicht aufgezwungen, sondern nur gefördert.

Kurzfristig soll die Stabilität der Wechselkurse durch die Erweiterung der internationalen Liquidität erhöht werden, langfristig kann die Internationale Bank für Wiederaufbau hier einen wesentlichen Beitrag leisten. Ferner soll die Stabilität der Wechselkurse durch direkte Maßnahmen zur Kontrolle der internationalen Kapitalbewegungen sowie durch die Beibehaltung direkter Maßnahmen für den laufenden Zahlungsverkehr während der Übergangszeit zu normaleren Verhältnissen gesichert werden. Die Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs kann vom Fonds anempfohlen und in gewissen Fällen sogar aufgezwungen werden. Vor allem soll der Einfluß der Spekulation auf die Wechselkurse verhindert werden. Änderungen der Wechselkurse bleiben aber in dem neuen System eine der wichtigsten Maßnahmen, um die Zahlungsbilanz eines Landes wieder ins Gleichgewicht zu bringen, wenn die Mittel des Fonds oder Mittel aus anderen Quellen nicht ausreichen, um ein lang andauerndes Zahlungsbilanzdefizit zu verhindern. Berücksichtigt man die Erfahrungen der Zwischenkriegszeit, die gekennzeichnet war durch Festlegungen der Wechselkurse nach rein nationalen Gesichtspunkten, zwecks Erringung von Konkurrenzvorteilen, so wird gerade auf dem Gebiet der Wechselkurspolitik eine internationale beratende und autoritative Institution zur Notwendigkeit. Die einzelnen Länder sollen eng mit dem Fonds zusammenarbeiten, um die Stabilität der Wechselkurse zu fördern, geordnete Währungsrelationen mit den anderen Ländern aufrechtzuerhalten und kompetitive Abwertungen zu vermeiden (Art. IV/4).

Die Mitglieder haben ihre Währung in eine feste Relation zum Gold zu bringen und haben bei der Festlegung der Anfangsparitäten den allgemeinen Grundsätzen des Fonds Rechnung zu tragen und auf die anderen Länder Rücksicht zu nehmen (Art. IV/1). Genau wie bei der Goldwährung aber können die Wechselkurse der verschiedenen Länder jederzeit innerhalb engen Grenzen schwanken. Die Satzungen des Fonds sehen für die Goldtransaktionen der Mitglieder mit dem Fonds eine Marge von einem Prozent über und unter der Parität vor (Art. IV/2). Weitergehende Änderungen der Paritäten sollen aber nur ausnahmsweise möglich sein und bedürfen, wenn sie zehn Prozent der ursprünglichen Parität übersteigen, der Erlaubnis des Fonds. Eine solche weitergehende Änderung des eigenen Wechselkurses kommt aber nur in Frage, wenn ein fundamentales Ungleichgewicht vorliegt.

In diesem Fall soll sich der Fonds dem Begehren eines Landes, den eigenen Wechselkurs zu ändern, nicht widersetzen (Art. IV/5). Schließlich kann eine allgemeine Änderung der Relation aller Währungen zum Golde, das heißt eine universale Änderung des Goldpreises vorgenommen werden, wenn Störungen seitens der Goldproduktion ausgeschaltet werden sollen. Eine solche universale Änderung des Goldpreises kann der Fonds nur vornehmen, wenn das Stimmenmehr der Vereinigten Staaten, Englands und eines dritten Mitglieds diese Entscheidung verlangt. Die anderen Länder können jedoch den alten Goldpreis beibehalten, wenn sie dem Fonds dies innerhalb 72 Stunden mitteilen (Art. IV/7).

Zusammenfassend kann die Wechselkurspolitik im Rahmen der neuen Währungsordnung folgendermaßen umrissen werden: Abweichung vom Prinzip vollkommen freier Wechselkurse; Festlegung und Änderung der Wechselkurse soll keine einseitige und nationale Angelegenheit mehr sein; kompetitive Abwertungen, die für die weltwirtschaftlichen Beziehungen verhängnisvoll sind, sollen verhindert werden. Die Stabilität der Wechselkurse soll die Regel sein, Änderungen sollen nur in Ausnahmefällen stattfinden. Man könnte daher die Prinzipien, nach denen die Gestaltung der Wechselkurse in der neuen internationalen Währungsordnung erfolgen soll, am besten mit «managed flexibility» charakterisieren. «... that they subscribe to the principle of managed flexibility in the adjustment of the exchange values of the member currencies.»¹

b) Was ist ein fundamentales Ungleichgewicht?

Die Satzungen des Internationalen Währungsfonds sehen nur dann eine weitergehende Änderung der Parität der Währung eines Mitgliedlandes vor, wenn ein fundamentales Ungleichgewicht vorliegt.

«A member shall not propose a change in the par value of its currency except to correct a fundamental disequilibrium» (Art. IV/5).

Was jedoch unter dem Begriff «fundamentales Ungleichgewicht» zu verstehen ist, darüber wird in den Satzungen des Fonds nichts Näheres ausgesagt. Aus der Diskussion über diesen Begriff geht jedoch hervor, daß jedes Ungleichgewicht langfristiger Natur ein fundamentales Ungleichgewicht ist, ob es seine Ursache nun in einer verschie-

¹ Vgl. G. N. Halm: International Monetary Cooperation, S. 124.

denen Preisentwicklung, in einer verschiedenen konjunkturellen Entwicklung oder in einer strukturellen Änderung hat.

Verschiedene Autoren, unter ihnen Bloomfield,¹ sind der Auffassung, daß der Fonds zur Feststellung, ob ein fundamentales Ungleichgewicht vorliege, von der Keynesschen Formel zur Bestimmung des Gleichgewichtswechselkurses² ausgehen soll, nach welcher ein Wechselkursystem als ein Gleichgewichtssystem zu bezeichnen ist, wenn bei den bestehenden Wechselkursrelationen die Zahlungsbilanzen aller Mitglieder sich über eine Periode von mehreren Jahren hin im Gleichgewicht befinden, während in allen Ländern der Beschäftigungsgrad kaum vom Zustand der Vollbeschäftigung abweicht und weder interne deflationäre bzw. inflationäre Maßnahmen, noch direkte Maßnahmen zur Beeinflussung der Zahlungsbilanz sich als notwendig erweisen. Ein fundamentales Ungleichgewicht wäre demnach ein Ungleichgewicht, das auf eine Differenz zwischen dem faktischen Wechselkurs eines Landes und dem idealen Gleichgewichtswechselkurs zurückzuführen ist.³ Ähnlich wie Bloomfield argumentieren auch Haberler und Triffin.⁴ Haberler weist mit besonderem Nachdruck auf das Zeitmoment hin. Die Feststellung eines fundamentalen Ungleichgewichts darf nur unter gleichzeitiger Berücksichtigung der internationalen liquiden Reserven eines Landes erfolgen. Die Beanspruchung der Mittel des Internationalen Währungsfonds über bestimmte Grenzen hinaus führen zu Sanktionen zur Liquiderhaltung des Systems. Diese zeigen an, daß ein Ungleichgewicht langfristiger Natur und damit ein fundamentales Ungleichgewicht vorliegt, für dessen Beseitigung die weitere Beanspruchung der Mittel des Fonds nicht mehr in Frage kommt.

In welchem Ausmaß ein einzelnes Land seine internationalen liquiden Reserven einsetzen darf, ehe es zur Änderung der Parität schreitet, hängt nicht zuletzt von seiner Liquiditätsvorliebe ab. Für jedes Land, genau wie für jedes Individuum, gibt es eine optimale oder

¹ Vgl. *A. J. Bloomfield: Foreign Exchange Rate Theory and Policy*. In *S. E. Harris: The New Economics*, S. 293–314.

² Vgl. *J. M. Keynes: The Future of the Foreign Exchanges*, S. 528. Vgl. ferner *R. Nurkse: Conditions of International Monetary Equilibrium*, S. 12.

³ Vgl. *A. J. Bloomfield: Ibid.* S. 304.

⁴ *R. Triffin: National Central Banking and the International Economy*. *G. Haberler: Comments on the Paper of Mr. Triffin*. Beide Artikel in *Postwar Economic Studies*, No. 7, S. 46, bzw. S. 81.

Gleichgewichtsliquidität,¹ deren Ausmaß von Land zu Land verschieden ist. Sie wird bestimmt durch den relativen Anteil des betreffenden Landes am Welthandel, durch die Schwankungen, die normalerweise zwischen seinen Ausfuhrerinnahmen und Einfuhrausgaben auftreten, ferner durch den Wunsch gegen unvorhergesehene Ereignisse geschützt zu sein sowie durch die Fähigkeit der Reservenhaltung. So kann ein unterentwickeltes Land sich kaum einen großen internationalen Liquiditätsgrad leisten, und eine Reserve internationaler liquider Mittel, die einem reichen Lande als die optimale Liquidität erscheint, mag für ein anderes Land ein reiner Luxus darstellen.² Je nachdem also, welches Ausmaß internationaler Liquidität ein einzelnes Land als seine Gleichgewichtsreserve ansieht, kann entschieden werden, ob ein äußeres Ungleichgewicht als fundamentales Ungleichgewicht zu bezeichnen ist und eine Änderung der Parität erfolgen soll.

Gewiß sollen neben dem Zahlungsbilanzkriterium auch Preis- und Kostenvergleiche zur Festlegung des Gleichgewichtswechselkurses herangezogen werden. Jedoch bleiben diese Vergleiche lediglich Anhaltspunkte, bestimmen aber nicht das Kursniveau, wie es etwa die Kaufkraftparitätentheorie tat.³

Schlußbemerkung

Der Zusammenbruch der Goldwährung als internationale Währungsordnung ist in erster Linie auf die Tendenz zur autonomen Konjunkturpolitik zurückzuführen. Durch den Ersten Weltkrieg wurden die politischen und wirtschaftlichen Voraussetzungen der alten Weltwirtschaft in einem Ausmaß erschüttert, das jeden späteren Versuch, zu einer internationalen Wirtschafts- und Währungsordnung zurückzukehren, zum Scheitern verurteilte. Die einzelnen Länder waren nicht mehr bereit, einer internationalen Währungsordnung anzugehören, die keine autonome Wirtschaftsentwicklung erlaubte, und die den einzelnen Ländern mehr Opfer auferlegte, als sie Vorteile bot.

¹ *G. Haberler*: Ibid. S. 100.

² Vgl. *R. Nurkse*: Conditions of International Monetary Equilibrium, S. 22/23.

³ «It is only natural that price and cost comparisons between different countries will figure prominently, although not exclusively, in such a study. This is however not the same thing as the adoption of a purchasing power parity or a cost parity criterion of the equilibrium exchange.» *G. Haberler*: Ibid. S. 100.

Mit dem Ende der Goldwährung, welche die Stabilität der Wechselkurse in den Vordergrund stellte, wurde eine Diskussion über die Frage fixe, fluktuierende oder variable Wechselkurse erst möglich. In der Schaffung von autonomen nationalen Währungssystemen mit veränderlichen Wechselkursen sah man damals die bessere währungspolitische Lösung, da sie es erlauben, die Währungspolitik in den Dienst einer nationalen Wirtschafts- und Beschäftigungspolitik zu stellen. In der Stabilität der Wechselkurse sah man kaum noch ein Ideal. Es sollte die Funktion der Wechselkursänderungen sein, die interne Wirtschaft und den internen Geldkreislauf von außenwirtschaftlichen Einflüssen zu isolieren. Nur so könne die Erhaltung der internen wirtschaftlichen, sozialen und monetären Stabilität gewährleistet werden. Die Erfahrungen zeigten aber, daß die Wechselkurse nur dann die Erhaltung des äußeren Gleichgewichts sichern können, wenn allzu häufige Änderungen verhindert werden. Die Bereitschaft und die Fähigkeit der einzelnen Länder, ihr internes Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung durch interne wirtschafts-, finanz- und währungspolitische Maßnahmen zu erhalten, genügende internationale liquide Reserven und ihre angemessene Verteilung, Verhinderung der Spekulationseinflüsse sowie Anregung des internationalen ertragsorientierten Kapitalverkehrs erwiesen sich als die notwendigen Voraussetzungen zur Durchführung einer Politik variabler Wechselkurse, die allein einen geordneten internationalen Zahlungs-, Güter- und Kapitalverkehr erlaubt. Nur durch den Verzicht der einzelnen Länder auf ihre nationale währungspolitische Autonomie und durch die Bereitschaft zu internationalen monetären Vereinbarungen können diese Voraussetzungen einer Politik variabler Wechselkurse geschaffen werden.

Demgegenüber ist sowohl eine Politik fixer Wechselkurse als auch eine Politik fluktuierender Wechselkurse für die Erhaltung des internationalen Gleichgewichts und für die Förderung des zwischenstaatlichen Güteraustausches gefährlich, erstere weil sie unter den gegenwärtigen Umständen den Preismechanismus ausschaltet und direkten Maßnahmen den Vorzug gibt, letztere weil sie zusätzliche Unsicherheitsmomente schafft und jenen ruhenden Punkt in einem geordneten Preismechanismus beseitigt, welcher der Ausrichtung der anderen Größen dienen soll.

LITERATURVERZEICHNIS

1. Bücher

- Aftalion A.*: Monnaie, prix et change. Paris 1937.
- Angas L. L. B.*: The Problem of the Foreign Exchanges. London 1935.
- Balogh T.*: The Dollar Crisis. London 1949.
- Bernstein E. M.*: Money and the Economic System. University of North Carolina Press 1935.
- Boulding K. E.*: Economic Analysis. 2. Aufl. London 1948.
- Buchanan N. S. and Lutz F. A.*: Rebuilding the World Economy. New York 1947.
- Cassel G.*: The Downfall of the Gold Standard. Oxford 1936.
- Frei R.*: Die neuere deutsche Währungstheorie 1933-1939. Dissertation Basel 1945.
- Haberler G.*: Der Internationale Handel. Berlin 1933. Englische Ausgabe, London 1950.
- Prosperität und Depression. Deutsche Ausgabe, Bern 1948.
- Halm G. N.*: International Monetary Cooperation. 2. Aufl. New York 1945.
- Monetary Theory. 2. Aufl. The Blakiston Company 1946.
- Harris S. E.*: Exchange Depreciation. Theory and its History. 1931-1935. Cambridge Mass. 1936.
- Harrod R. F.*: International Economics. 3. Aufl. London 1942.
- Hawtrey R. G.*: The Gold Standard in Theory and Practice. 5. Aufl. London 1947.
- Hayek von F. A.*: Monetary Nationalism and International Stability. London 1937.
- Horwitz Paula*: Les fonds d'égalisation des changes. Thèse Lausanne 1940.
- Keynes J. M.*: Indian Currency and Finance. London 1913.
- A Tract on Monetary Reform. London 1923.
- A Treatise on Money. Bd. 1 und 2. London 1930.
- The Means to Prosperity. London 1933.
- Essays in Persuasion. London 1933.
- The General Theory of Employment Interest and Money. London 1936.
- Kindleberger Ch. P.*: The Dollar Shortage. New York 1950.
- Küng E.*: Die Selbstregulierung der Zahlungsbilanz. St. Gallen 1948.
- Lewis A. W.*: Economic Survey 1919-1939. London 1949.
- Lück W.*: Monetäre Unabhängigkeit. Dissertation, Leipzig 1939.
- Marshall A.*: Principles of Economics. Cambridge 1890.
- Meade J. E.*: An Introduction to Economic Analysis and Policy. 2. Aufl. London 1937.
- Planning and the Price Mechanism. London 1948.
- The Balance of Payments. London 1951.
- Perrenoud Jean*: L'accord monétaire de Bretton-Woods et l'avenir de l'étalon-or. Thèse, Lausanne 1947.
- Pfeiderer O.*: Pfund, Yen und Dollar in der Weltwirtschaftskrise. Berlin 1937.
- Ricardo D.*: Letters of David Ricardo to Hutches Trover and Others. Edited by J. Bonar and J. Hollander. Oxford 1899.
- Robbins L.*: Economic Planning and International Order. London 1937.
- The Economic Problem in Peace and War. London 1947.
- Robinson Joan*: Essays in the Theory of Employment. 2. Aufl. Oxford 1947.
- Röpke W.*: Internationale Ordnung. Zürich 1945.
- Tausig F. W.*: International Trade. New York 1927.
- Tinbergen J.*: International Economic Cooperation. Amsterdam 1945.
- Viner J.*: Studies in the Theory of International Trade. London 1937.
- Waight L.*: The History and the Mechanism of the Exchange Equalisation Account. Cambridge 1939.

- Whittlesey Ch. R.*: Gebundene und ungebundene Wechselkurse. Jena 1936.
 — International Monetary Issues. New York 1937.
Williams J. H.: Post-War Monetary Plans and Other Essays. Oxford 1949.

2. Aufsätze und sonstige Veröffentlichungen

- Amonn A.*: Starre oder flexible Wechselkurse. Referat 4. März 1950.
Balogh T.: The International Aspects of Full Employment. In: The Economics of Full Employment. London 1945.
Bickerdike C. F.: The Instability of Foreign Exchanges. In: Economic Journal, März 1920.
Blomfield A. J.: Foreign Exchange Rate Theory and Policy. In S. E. Harris: The New Economics.
Brown A. J.: The International Gold Standard reinterpreted, 1914–1934. National Bureau of Economic Research, 1940.
 — Trade Balance and Exchange Stability. In: Oxford Economic Papers, April 1942.
Chan Tse-Chung: The British Demand for Imports in the Inter-War Period. In: Economic Journal, Bd. 56, Juni 1946.
Ellsworth P. F.: Exchange Rates and Exchange Stability. In: Review of Economic Statistics, Bd. 32, Februar 1951.
Graham F. D.: International Value Re-examined. In: Quarterly Journal of Economics, Bd. 38, November 1923.
 — The Theory of International Values. Ibid. Bd. 46, August 1932.
Graham F. D. and *Whittlesey Ch. R.*: Fluctuating Exchange Rates, Foreign Trade and the Price Level. In: American Economic Review, Bd. 24, September 1934.
Haberler G.: Currency Depreciation and the International Monetary Fund. In: Review of Economic Statistics, November 1944.
 — The Choice of Exchange Rates after the War. In: American Economic Review, Juni 1945.
 — Comments on «National Central Banking and the International Economy.» In: Post-war Economic Studies, No. 7, Washington D. C. September 1947.
Hansen A.: A Brief Note on Fundamental Disequilibrium. In: Review of Economic Statistics, November 1944.
Henderson R.: The Function of the Exchange Rates. In: Oxford Economic Papers (New Series), Bd. 1, Januar 1949.
Hinshaw R.: American Prosperity and the British Balance of Payments Problems. In: Review of Economic Statistics, Bd. 27, Februar 1954.
 — Keynesian Commercial Policy. In S. E. Harris: The New Economics.
Kalecki M.: Multilateralism and Full Employment. In: Canadian Journal of Economics and Political Science. August 1946.
Keynes J. M.: Das Problem der Goldwährung. In: Wirtschaftsdienst, No. 3, 1925.
 — The Future of the Foreign Exchanges. In: Lloyds Bank Limited Monthly Review, No. 68, Oktober 1935.
 — The Objective of International Price Stability. In: Economic Journal, Juni-Sep. 1943.
 — The International Clearing Union, Speech delivered before the house of Lords, London, 18. Mai 1943.
 — The International Monetary Fund, Speech delivered before the house of Lords, London, 23. Mai 1944.
 — The Balance of Payments of the United States. In: Economic Journal, Juni 1946.
Lutz F. A.: Goldwährung und Wirtschaftsordnung. In: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 41/I, 1945.
 — Geldpolitik und Wirtschaftsordnung. In: Zeitschrift Ordo, Bd. 2, 1949.
Machlup F.: The Theory of Foreign Exchanges. In: Economica, November 1939 und Februar 1940. Reprinted in: Readings in the Theory of International Trade.
Metzler Lloyd A.: The Theory of International Trade. In H. S. Ellis: A Survey on Contemporary Economics.

- Meyer F.*: Devisenbewirtschaftung als neue Währungsform. In: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 49, 1939.
- Die Sicherung der autonomen Wirtschaftsentwicklung. Ibid. Bd. 53, 1941.
- Morgenstern O.*: On the International Spread of Business Cycles. In: Journal of Political Economy, Bd. 51, 1943.
- Nurkse R.*: Conditions of International Monetary Equilibrium. In: Essays in International Finance, No. 4, 1945. Reprinted in: Readings in the Theory of International Trade.
- International Monetary Policy and the Search for Economic Stability. In: American Economic Review, Bd. 37, Mai 1947.
- Domestic and International Equilibrium. In S. E. Harris: The New Economics.
- Polak J. J.*: Exchange Stability and International Monetary Stability. In: Review of Economic Statistics, August 1947.
- Robinson Joan.*: The International Currency Proposals. In S. E. Harris: The New Economics.
- Röpke W.*: Le rideau de fer monétaire. In: Revue économique et sociale. Lausanne, Januar 1950.
- Salin E.*: Von den Wandlungen der Weltwirtschaft in der Nachkriegszeit. In: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 45, 1931.
- Simons H. C.*: Rule versus Authority in Monetary Policy. In: Journal of Political Economy, Bd. 44, Februar 1936.
- Smithies A.*: Multilateral Trade and Employment. In: American Economic Review, Bd. 37, Mai 1947.
- Triffin R.*: National Central Banking and the International Economy. In: Postwar Economic Studies, No. 7, September 1947.
- La multilatéralisation progressive des devises en Europe. In: Economic Internationale, Mai 1950.
- Wagner V. F.*: Die Währungspläne und die Schweiz. In: Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, Heft 3, 1944.
- Die Schweiz und Bretton Woods. In: Zeitschrift Außenwirtschaft, Heft 4, 1946.
- Williams J. H.*: Monetary Stability and the Gold Standard. In: Post-War Monetary Plans and Other Essays.
- The Worlds Monetary Dilemma – Internal versus External Stability. Ibid.
- Currency Stabilization: The Keynes and White Plans. Ibid.
- After Bretton Woods. Ibid.
- Wilson T.*: International Aspects of Employment Policy. In: Oxford Economic Papers (New Series), Bd. 3, Februar 1951.

3. Sammelwerke, offizielle Texte und Berichte

- Bank for International Settlements, Basle, 20th Annual Report 1950.
- British Treasury: Statement issued on September 26, 1936 on: Tripartite Currency Agreement.
- Statement issued on October 13, 1936 on: Protocols to Tripartite Currency Agreement.
- Cmd 6437: Proposals for an International Clearing Union, London 1943.
- Cmd 6885: Articles of Agreement of the International Monetary Fund and of the International Bank for Reconstruction and Development, London 1946.
- Economic survey of Europe 1950. Economic Commission for Europe. Geneva 1951.
- The Economics of Full Employment, London 1945. Deutsche Übersetzung, Bern 1946.
- Ellis H. S.*: A Survey of Contemporary Economics. The Blakiston Company 1948.
- Ellis H. S. and Metzger Lloyd A.*: Readings in the Theory of International Trade, London 1950.
- Harris S. E.*: The New Economics. New York 1948.
- Société des Nations: L'expérience monétaire internationale. Genève 1944.
- United Nations: National and International Measures for Full Employment, 1949.
- White Plan: Preliminary Draft Outline of a Proposal for an International Stabilization Fund of the United and Associated Nations, revised July 10, 1943.

Periodica

American Economic Review (abgekürzt: A. E. R.)
Canadian Journal of Economics and Political Science
Economia Internazionale
Economica
Economic Journal
Journal of Political Economy
Lloyds Bank Limited Monthly Review (LBLMR)
Oxford Economic Papers
Quarterly Journal of Economics
Review of Economic Statistics (R. E. S.)
Revue économique et sociale
Wirtschaftsdienst
Weltwirtschaftliches Archiv (Ww. A.)
Zeitschrift Außenwirtschaft
Zeitschrift Ordo
Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft

CURRICULUM VITAE

Ich, Jean Marie Jentgen, wurde am 2. März 1923 als Sohn des Architekten Josef Jentgen und der Delfine Kayl in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geboren. Nach Beendigung der Volksschule besuchte ich von 1935 bis 1942 das Großherzogliche Gymnasium in Luxemburg, an welchem ich im März 1942 die Reifeprüfung ablegte.

An der Universität Basel studierte ich in der Zeit vom Herbst 1947 bis Frühjahr 1952 die Staatswissenschaften. Ich besuchte die Vorlesungen von Frau Professor Dr. Elsa Mahler und der Herren Professoren Dr. Theodor Brogle, Dr. Louis V. Furlan, Dr. Karl Jaspers, Dr. Hans Lewald, Dr. Erwin Ruck, Dr. Edgar Salin, Dr. August Simonius, Dr. Valentin F. Wagner und Dr. Walter v. Wartburg. Meine Dissertation entstand auf Anregung und unter der Leitung von Herrn Professor Dr. Valentin F. Wagner.

Nach dem Doktorexamen war ich als Mitarbeiter der Abteilung Wirtschaftsstudien des Schweizerischen Bankvereins, Basel, tätig, um Ende 1954 in die Abteilung für Europa, Afrika und Australien der Internationalen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, Washington D. C., einzutreten.

